



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE DERECHO
ESCUELA DE GRADUADOS

TRATAMIENTO TRIBUTARIO DE LOS ADR'S EN CHILE

Actividad Formativa Equivalente a Tesis - AFET

MAGISTER EN DERECHO CON MENCIÓN EN DERECHO TRIBUTARIO

POSTULANTE: MAURICIO BENÍTEZ CÓRDOVA

PROFESOR GUÍA: CAROLINA COLLANTES

SANTIAGO, CHILE

2018

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	3
Capítulo I: DEFINICIONES	
1.1 Algunas definiciones generales	5
1.2 Bolsas Off-Shore	7
Capítulo II: NATURALEZA JURÍDICA DE LOS ADR'S Y SU OPERATIVA	
2.1 Aspectos Básicos	8
2.2 Flowback e Inflow	10
Capítulo III: TRATAMIENTO LEGAL Y TRIBUTARIO DE LOS ADR'S	
3.1 Obligación Tributaria y Normativa Aplicable	12
3.2 Tratamiento Tributario y Regulación en Chile	15
Capítulo IV: SUPUESTOS Y CASOS	
4.1 Canje de ADR's por acciones locales	19
4.2 Venta o enajenación de ADR's en el exterior	20
4.3 Venta o enajenación de acciones provenientes de un canje de ADR's	21
4.4 Situaciones especiales excluidas de la franquicia tributaria	22
4.5 Esquema gráfico	22
CONCLUSIONES	24
BIBLIOGRAFÍA Y LINKS DE INTERÉS EN LA WEB	26

INTRODUCCIÓN

Chile tiene una historia de larga data penetrando mercados internacionales, así como también nuestro mercado local ha sido constante refugio de inversionistas extranjeros que de forma regular vienen a invertir en nuestras latitudes. Nos hemos caracterizado por situarnos muy lejos geográficamente de otros países, y con un mercado de capitales bastante atomizado y pequeño. Dado lo anterior, un factor clave ha sido y seguirá siendo la participación de inversionistas extranjeros en Chile para la profundización de nuestro mercado financiero local.

Asimismo, tanto inversionistas individuales como corporaciones han requerido acceder a otros destinos buscando liquidez en mercados internacionales, y esa ha sido siempre la tónica. Vemos que abundan colocaciones de bonos en el mercado europeo, apertura de compañías en bolsas de valores internacionales y el acceso continuamente a líneas y créditos sindicados en bancos internacionales para cumplir con las necesidades de capital y también, en ciertas ocasiones, bajo la premura de mantener niveles adecuados de flujos de caja a fin de continuar desarrollando el giro del negocio. Dado lo anterior, han surgido instrumentos financieros, específicamente en los Estados Unidos, tales como los *American Depositary Receipts* (ADR's), con la particularidad de que inversionistas extranjeros puedan finalmente participar de manera indirecta en nuestro mercado local.

Por su parte, compañías nacionales han accedido a mercado de capitales tales como el europeo, norteamericano e incluso el asiático, siendo respecto de esta última región, las bolsas de Shanghái y Hong Kong las más recurrentes. Sin embargo, la región norteamericana, Estados Unidos ha sido el destino preferido de posiciones internacionales, a fin de tener acceso a liquidez en el mercado de capitales más profundo del mundo en la actualidad. Es bien sabido que el mercado estadounidense existe una supervisión constante sobre la conducta de mercado y regulación prudencial, lo que genera mayor seguridad operacional y reglas claras, sobre todo luego trabajo realizado a partir de la crisis financiera del 2008-2009. Es más, luego de la debacle en los mercados financieros, la normativa se ha hecho más estricta para bancos de inversión, bancos custodios y bolsas de valores, con una extensa y compleja normativa. Todo lo anterior, ha permitido que inversionistas extranjeros transen títulos locales en Estados Unidos con efectos claramente que convergen hacia nuestro país.

Dicho todo lo anterior, la integración de los mercados ha permitido desarrollar la industria de ADR's, promoviendo que inversionistas de todo el mundo inviertan indirectamente en acciones representativas de propiedad en nuestro mercado local.

Al respecto, dado el volumen de transacciones y la recurrencia en el uso de los ADR's, se han generado ciertas dudas respecto del tratamiento tributario en caso de tenencia, venta y salida en la propiedad, así como en el canje de tales instrumentos. Cabe indicar que existe bastante participación nacional en el mercado de ADR's en Estados Unidos, por medio de entidades tales como Banco de Chile, Banco Santander e Itaú CorpBanca, entre otros, que operan como bancos custodios. Dado lo anterior, hemos decidido analizar la situación actual de tales instrumentos y los efectos tributarios de su operación y otras situaciones que pueden darse en la vida del ADR, como veremos en el transcurso del presente estudio.

De esta forma, en el presente trabajo efectuaremos un análisis primeramente de términos comunes y básicos para contextualizar la temática, tales como *American Depositary Shares* (ADS), así como también las bolsas *off shore*, entre otros, para luego describir legalmente tales instrumentos, y para finalmente analizar el tratamiento legal y tributario de los ADR's. Nuestro objetivo será definir e intentar zanjar ciertas dudas originadas especialmente ante cambios de tenencia y propiedad, ganancias de capital generadas al efecto y determinar finalmente cómo debieran operar agentes retenedores, respecto de situaciones especiales tales como el canje de acciones. Estimamos que el presente estudio podrá ser de utilidad a fin de dar cierta claridad respecto de los efectos generados en Chile en la utilización de este instrumento en el mercado norteamericano, desde una perspectiva tributaria.

Por tanto, en el primer capítulo daremos ciertas definiciones generales, luego analizaremos el tratamiento legal y tributario de los ADR's en caso de su canje por acciones locales, su venta o enajenación en el exterior, venta o enajenación de acciones provenientes de su canje, y otras situaciones especiales, para así dar ciertas luces tanto a nuestras instituciones financieras del país como a los inversionistas del mercado de capitales.

Capítulo I

DEFINICIONES

1.1 Algunas definiciones generales

En este capítulo abordaremos ciertos conceptos básicos que se utilizan normalmente en el mercado financiero y bancario, para efectos de dar mayor claridad terminológica en los capítulos siguientes, los cuales abordaremos en profundidad más adelante, sin brechas o *gaps* conceptuales, tal y como señalamos a continuación:

➤ **ADRIán**

Este consiste en un índice accionario que mide la variación de los precios del 100% de las acciones chilenas que se cotizan en los mercados internacionales. ADRIán busca reflejar los movimientos accionarios y de precios experimentados por los ADR's que se transan en el exterior. Es elaborado por la Bolsa Electrónica, está compuesto por 24 empresas, entre las cuales destacan: Andina-A, Concha y Toro, Provida, Andina-B, Itaú-CorpBanca, SQM-B, B santander, Endesa, CCU, Enersis, Banco de Chile e Hipermercado, entre otros.

➤ *American Depositary Receipts (ADR's)*

Luego analizaremos en el capítulo siguiente esta definición de manera más detallada, pero por lo pronto podemos mencionar que son certificados emitidos por un banco comercial de Estados Unidos, para ser transados en el mercado de valores de EE. UU., que representan una determinada cantidad de acciones, bonos u otro instrumento financiero de empresas chilenas, por ejemplo.

➤ *American Depositary Share (ADS)*

Son las acciones subyacentes de los ADR's.

➤ **Bolsas de Valores**

Son las entidades respecto de las cuales los corredores de bolsa realizan la compra y venta de acciones y otros valores, así como las demás operaciones bursátiles que se encuentran autorizados a realizar.

➤ **Bonos corporativos**

Instrumentos de deuda de mediano y largo plazo emitidos por sociedades anónimas y otro tipo de entidades. Estos bonos son puestos a disposición en diversos mercados tales como el europeo, -UK-, como en Asia y Norteamérica, generalmente.

➤ Custodia

Es uno de los servicios que prestan instituciones financieras y que consiste precisamente en el resguardo de los títulos físicos de activos financieros. En efecto, los “custodios” son aquellos actores que pueden ser designados por un depositario, para la custodia de los valores extranjeros que originan los ADR's.

➤ *Exchange Traded Funds* (ETFs)

Es un tipo de fondo mutuo que se cotiza en bolsa y que en ciertos casos replican un índice accionario o una canasta de valores.

➤ Inversionistas extranjeros

Son personas naturales y jurídicas extranjeras, y las chilenas con residencia y domicilio en el exterior, que transfieran capitales extranjeros a Chile y que pueden celebrar tanto un contrato de inversión extranjera como invertir en ADR's.

➤ Valores extranjeros

Son instrumentos financieros emitidos en el extranjero que se inscriben en el Registro de Valores Extranjeros de la Comisión para el Mercado Financiero (en adelante “CMF”, antes la Superintendencia de Valores y Seguros - SVS), con el objeto de permitir su oferta pública y facilitar su transacción en Chile.

➤ Valor nominal de una acción

Es el valor contable, el cual aparece impreso en el título. Por ejemplo, en un ADR o ADS.

1.2 Bolsa Off Shore

Nos corresponde en este acápite analizar el mercado en el cual se transan aquellos instrumentos que presentamos en el presente estudio. De esta forma, las transacciones de los valores extranjeros en Chile se realizan en el mercado conocido como "Bolsa Off Shore" (BOS). De esta manera, en el mercado local, también habrá acceso a valores extranjeros por medio de la BOS.

La BOS es un mercado donde se realiza oferta pública de valores, cotización y negociación de valores extranjeros como acciones, cuotas de fondos, ETF's y certificados de depósitos.

En todo caso, para que tales valores extranjeros puedan ser ofrecidos en nuestro país, deberán inscribirse en un registro público denominado "Registro de Valores Extranjeros" que lleva hoy la CMF. Para ello, se tienen que acompañar todos los antecedentes que permitan acreditar que

dichos valores cumplen con los requisitos, condiciones establecidas y la información que requieran las distintas disposiciones para la inscripción de valores extranjeros de la actual CMF.

Entre otros, en el registro de valores extranjeros de la CMF, se encuentran diversos tipos de instrumentos como Acciones, ADR's, Vehículos de inversión colectiva, Cuotas de fondos mutuos, cuotas de fondos de inversión, Cuotas de fondos de inversión de capital extranjero. Asimismo, también se encuentran los ETF's, que tal y como señaláramos en las definiciones, es un tipo de fondo mutuo que se cotiza en bolsa y que en ciertos casos replican un índice accionario o una canasta de valores. Finalmente encontramos los certificados de depósitos de valores o CDV.

En definitiva, los valores extranjeros podrán ser transados en Chile, sólo cuando se encuentren inscritos en el Registro de Valores Extranjeros que lleva la CMF.

Capítulo II

NATURALEZA JURÍDICA DE LOS ADR'S Y SU OPERATIVA

2.1 Aspectos básicos de los ADR's

Nos convoca en este capítulo analizar los ADR's en detalle, y a continuación, especialmente respecto de la naturaleza jurídica de estos instrumentos y explicar someramente como operan en la práctica financiera.

Como señalamos anteriormente, los “*American Depository Receipts*” o “ADR's”, son aquellos títulos que respaldan el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera de poder transar las acciones de la compañía como si fueren cualquiera otra de ese mercado. Las acciones subyacentes al ADR se llaman ADS, sigla en inglés de “*American Depository Share*”, tal y como indicáramos anteriormente en el capítulo de las definiciones.

En cuanto a sus principales características, los ADR's son certificados negociables emitidos por un banco de los Estados Unidos de América, para ser transados en el mercado de valores de dicho país, y que representan la propiedad del tenedor de dichos certificados, en el caso de Chile, sobre acciones emitidas por sociedades emisoras inscritas en el Registro de Valores que lleva la CMF. Por lo tanto, son una alternativa a la inscripción directa de acciones en EE.UU. para las entidades que quieran colocar sus acciones en dicho mercado.

En tal caso, una sociedad anónima abierta chilena, calificada previamente para la colocación de ADR's, mediante acuerdo adoptado en Junta General Extraordinaria de accionistas, podrá aumentar su capital a través de la emisión de acciones, con el objeto de entregarlas a un banco extranjero denominado banco depositario, quien emitirá por los títulos que recibe, certificados representativos de acciones (los mismos ADR's), los que serán colocados en el mercado secundario norteamericano con la finalidad de ser transados libremente en las bolsas de comercio del país norteamericano.

Conceptualmente existirán por tanto dos valores, el ADR (certificado de depósito) y la acción misma. Los ADR's nacen de un contrato de depósito que suscribe la sociedad emisora con un banco americano (Banco Depositario), que recibe las acciones y contra las cuales emite estos

certificados de depósito o ADR. De esta manera el emisor de los ADR's es el banco depositario, que lo hace por cuenta y petición de la compañía emisora, siempre y cuando ésta le haya entregado previamente las acciones en depósito -directamente o a través de un banco también custodio en Chile-.

A su vez, el mismo banco emisor de los ADR's, emite un nuevo título, denominado "*American Deposit Shares*", o ADS's, los cuales representan a los ADR's en los mercados de valores. Estos son colocados por agentes intermediarios en los mercados americanos. Finalmente, se podrá remesar a Chile el dinero que se obtiene de la operación, a la sociedad emisora, a fin de pagar el capital que representan las nuevas acciones.

Los ADR's son verdaderos valores derivados. Precisamente, su valor deriva de otro instrumento, por lo que el ADR carece de un valor intrínseco. Dado lo anterior, la importancia de los ADR's para las empresas emisoras será que a través de este mecanismo podrán acceder a otros mercados, más profundos, y que permiten obtener el financiamiento que requieren, aumentando la oportunidad de éxito de una nueva emisión.

En cuanto al fundamento para una colocación de ADR's, vemos que no sólo obedecerá a fin dirigido únicamente a la obtención de financiamiento. En cierta medida el ADR proporciona una especie de "certificado de calidad" a la empresa emisora, que la reconoce como una compañía solvente, lo que explica por qué los Bancos que emiten ADR's tienen controles internos de riesgos. De esta manera, los bancos no estarían muy dispuestos a respaldar compañías que no cuenten con una gestión financiero y reputación acorde tales estándares de calidad. A ello se sigue una serie de efectos positivos para esa sociedad, como un aumento de su credibilidad y prestigio de la compañía, entre otros factores.

La colocación de ADR's corresponde a una forma de inversión extranjera, por lo que se encontrará regulado además por las normas del Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile. De esta manera, aquél que compra un ADR estará efectuando una inversión en Chile, invirtiendo en un activo que se encuentra en nuestro país.

En la legislación chilena, los ADR's se encuentran regulados en el Título XXVI de la Ley de Mercado de Valores ("LMV"). El artículo 219 de la LMV garantiza a los tenedores de certificados o valores emitidos contra acciones depositadas los mismos derechos que confieren las leyes o los estatutos a todos los accionistas de la sociedad. El titular de los ADR's puede

ejercer los mismos derechos que un accionista a través del Banco Depositario, el cual deberá tener sede en el mercado en que se transan los certificados de depósito por emitidos.

2.2 Flowback e Inflow

A continuación, pasaremos a analizar y comentar dos tipos de mecanismos los cuales son utilizados para liquidar u operar con los ADR's, y que conllevará relevantes efectos tributarios, como analizaremos en los capítulos III y IV.

➤ *Flowback*

Los inversionistas extranjeros se encuentran habilitados para negociar los certificados ADR's directamente en la correspondiente bolsa norteamericana o en forma privada, o podrá convertirlos en acciones de la sociedad anónima. En este último caso, el inversionista queda habilitado para vender las acciones en la bolsa de Chile y solicitar, consecuentemente, acceso al mercado cambiario formal por el equivalente en moneda extranjera de la inversión que liquidó en bolsa (*flowback*).

El *flowback* se realiza cancelando un número determinado de ADS's ante el depositario, para que este instruya el custodio la liberación de las acciones que mantiene en el país de origen, traspasándolas a nombre del dueño o de un tercero en el registro de accionistas del emisor. Esta operación podrá en su caso realizarse cuando exista un aumento de precio de las acciones frente al valor actual de los ADS's, en circunstancias que el dueño liquidará los títulos en el mercado local del emisor para obtener mayor rentabilidad de sus valores.

Procedimiento de la operación de *flowback*:

- ✓ Cancelación de los ADR's por parte del inversionista extranjero ante el banco depositario
- ✓ Renuncia del acceso al Mercado Cambiario Formal (MCF) del banco depositario a favor el inversionista.
- ✓ Suscripción del traspaso de *flowback*, donde firma como cedente el banco depositario
- ✓ Inscripción del traspaso *flowback* donde quedan inscritas las acciones a nombre del inversionista extranjero.
- ✓ Emisión del certificado del emisor por la inscripción de acciones a nombre del inversionista.
- ✓ Venta de las acciones en bolsa local.

- ✓ Inscripción del traspaso en el registro del emisor.
- ✓ Solicitud de acceso al MCF para remesar al extranjero el producto de la venta y presentación de antecedentes.

➤ *Inflow*

Por su parte, y a diferencia del *flowback*, el procedimiento de *inflow* consiste en la posibilidad que el inversionista extranjero adquiera en Chile acciones de la sociedad anónima que ha emitido y colocado ADS's, para depositarlas en el banco custodio y canjearlos por certificados ADR's.

Procedimiento de la operación de *inflow*:

- ✓ Autorización del Banco Central para ingresar capitales a Chile.
- ✓ Liquidación de las divisas en el MCF.
- ✓ Compra de acciones en bolsas locales.
- ✓ Inscripción de la compra en el Registro del emisor.
- ✓ Renuncia del acceso al MCF del inversionista extranjero en favor del banco depositario.
- ✓ Suscripción del traspaso *inflow*, donde firma como cesionario el banco custodio por el banco depositario.
- ✓ Emisión de los ADS's a nombre del inversionista extranjero.

Capítulo III

TRATAMIENTO LEGAL Y TRIBUTARIO DE LOS ADR'S

3.1 OBLIGACIÓN TRIBUTARIA Y NORMATIVA APLICABLE DE LA LIR

3.1.1. Obligación Tributaria

Por regla general, se encontrarán gravadas con impuesto a la renta las operaciones de venta, enajenación y/o cancelación de valores que, en el caso de los ADR's, sean efectuadas fuera del mercado de capitales. En relación a lo anterior, en virtud del artículo 20 de Impuesto a la Renta (LIR), podrán gravarse aquellas operaciones, según las normas generales. En efecto, tributarán con impuesto de primera categoría, según el artículo 20 número 2 de la LIR, las rentas generadas con ocasión de una venta, enajenación y/o cancelación de valores, que finalmente tributará por el mayor valor producido en consideración al precio o costo de adquisición, según las reglas generales.¹

Sin embargo, nos encontraremos también ante situaciones especiales en las cuales la propia ley expresamente excluye de efecto tributario alguno, o limita los efectos tributarios, como veremos más adelante. Lo anterior sucederá ante una venta, canje y/o cancelación de valores u otra forma de transferencia de dominio de tales instrumentos, en que la propia ley expresamente establece alguna exención o franquicia tributaria especial. Precisamente la LIR se encarga de establecer una serie de disposiciones que incentivan al mercado de capitales, cuyas franquicias tributarias buscan darle, al menos de manera meridiana como veremos más adelante, una mayor profundidad e incentivar la inversión en tales valores. Una de aquellas normas la constituye el artículo 107 de la LIR que estudiaremos en detalle por medio del presente trabajo.

En relación con el artículo 107 de la LIR actualmente vigente, debemos señalar que la disposición actual se ha basado en el antiguo artículo 18 ter de la LIR, el cual fue modificado por la Ley N° 20.448 (publicada el 13 de agosto de 2010).

En efecto, el derogado artículo 18 ter de la LIR, establecía una exención tributaria, tal y como sigue a continuación:

¹ En caso de contribuyentes que desarrollen actividades de los números 1°, 3°, 4° y 5° de dicho artículo, que demuestren sus rentas efectivas mediante un balance general, y siempre que la inversión generadora de dichas rentas forme parte del patrimonio de la empresa, se comprenderán tales números.

*“Artículo 18° ter.-. No obstante lo dispuesto en los artículos 17°, N° 8, y 18° bis, **no se gravará con los impuestos de esta ley, ni se declarará, el mayor valor obtenido en la enajenación de acciones** emitidas por sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil, efectuada en una bolsa de valores del país o en otra bolsa autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros o en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones regida por el Título XXV de la ley N° 18.045, siempre que las acciones hayan sido adquiridas en una bolsa de valores, o en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones regida por el Título XXV de la ley N° 18.045 o en una colocación de acciones de primera emisión, con motivo de la constitución de la sociedad o de un aumento de capital posterior, o con ocasión del canje de bonos convertibles en acciones considerándose en este caso como precio de adquisición de las acciones el precio asignado al ejercicio de la opción...”.* (Lo destacado es nuestro).

La doctrina entendía que dicho articulado establecía una exención tributaria de forma expresa, cumpliéndose los supuestos descritos en la norma. Por tanto, en caso de una venta o enajenación de tales valores, se encontraba el mayor valor generado, exento de impuesto a la renta.

Hoy en día, se encuentra vigente el artículo 107 de la LIR, que establece expresamente un ingreso no renta, en los términos hoy señalados, y para ciertas situaciones especiales.

“Artículo 107.- El mayor valor obtenido en la enajenación o rescate, según corresponda, de los valores a que se refiere este artículo, se regirá para los efectos de esta ley por las siguientes reglas:

1) Acciones de sociedades anónimas abiertas constituidas en Chile con presencia bursátil.

*No obstante lo dispuesto en los artículos 17, N°8, **no constituirá renta el mayor valor obtenido en la enajenación de acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil,** que cumplan con los siguientes requisitos:*

a) La enajenación deberá ser efectuada en: i) una bolsa de valores del país autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, o ii) en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones regida por el Título XXV de la ley N° 18.045 o iii) en el aporte de valores acogido a lo dispuesto en el artículo 109;

b) Las acciones deberán haber sido adquiridas en: i) una bolsa de valores del país autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, o ii) en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones regida por el Título XXV de la ley N° 18.045, o iii) en una colocación de acciones de primera emisión, con motivo de la constitución de la sociedad o de un aumento de capital posterior, o iv) con ocasión del canje de valores de oferta pública convertibles en acciones, o v) en un rescate de valores acogido a lo dispuesto en el artículo 109, y

c) En el caso previsto en el literal iii), de la letra b), si las acciones se hubieren adquirido antes de su colocación en bolsa, el mayor valor no constitutivo de renta será el que se produzca por sobre el valor superior entre el de dicha colocación o el valor de libros que la acción tuviera el día antes de su colocación en bolsa, quedando en consecuencia afecto a los impuestos de esta ley, en la forma dispuesta en el artículo 17, el mayor valor que resulte de comparar el valor de adquisición inicial, debidamente reajustado en la forma dispuesta en dicho artículo, con el valor señalado precedentemente. Para determinar el valor de libros se aplicará lo dispuesto en el inciso tercero del artículo 41. En el caso previsto en el literal iv), de la letra b) anterior, se considerará como precio de adquisición de las acciones el precio asignado en el canje.” (Lo destacado es nuestro).

Por tanto, podemos distinguir ciertos cambios formales de la norma, en comparación a la anterior normativa contenida en el artículo 18 ter de la LIR. Hoy en día podemos concluir que nos encontramos ante un ingreso no renta, y ya no ante una exención, lo que generará ciertas peculiaridades tributarias, pero que finalmente dejarán sin carga tributaria en la venta o enajenación el mayor valor generado respecto de tales instrumentos.²

Cabe señalar finalmente que la reforma tributaria, contenida en la Ley N° 20.780, 20.899 y otras posteriores (la denominada “reforma tributaria”), no han modificado en parte alguna el articulado en análisis que efectuamos en el presente estudio.

3.2 TRATAMIENTO TRIBUTARIO Y REGULACIÓN EN CHILE

Se ha discutido mucho en doctrina y en el propio mercado financiero y bancario si la modificación en la norma (del artículo 18 Ter de la LIR al actual artículo 107 de la LIR, tal y

² Podrá señalarse una diferencia en el cálculo y aplicación del impuesto, ya que en el anterior articulado (artículo 18 ter de la LIR), se entendía que debía ser incorporado a la base imponible para establecer la tasa a aplicar de impuesto a la renta, lo cual no ocurre con el ingreso no renta, que no se considerará para establecer la tasa correspondiente.

como hemos descrito en el punto anterior), habrían alterado el beneficio tributario en la venta de acciones proveniente del canje y/o cancelación de ADR's (proceso conocido como "*flowback*", tal y como analizamos en el capítulo II). Lo anterior, debido a que respecto del anterior articulado se entendía que el *flowback* no generaba efectos tributarios ante canjes o cancelaciones de ADR's en nuestro país, sin embargo, formalmente luego la norma cambió y se modificó el articulado.

En efecto, como vemos lo que se ha entendido es que el artículo 107 de la LIR establece un ingreso no renta, en aquellos supuestos y requisitos que establecen en la norma. Lo anterior, se dará en aquellos casos en que la enajenación sea efectuada en:

- i) una bolsa de valores del país autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, o;
- ii) en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones regida por el Título XXV de la ley N° 18.045; o,
- iii) en el aporte de valores acogido a lo dispuesto en el artículo 109.

Sin embargo, la norma también señala que tales acciones deberán haber sido adquiridas, por su parte en:

- i) una bolsa de valores del país autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, o;
- ii) en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones regida por el Título XXV de la ley N° 18.045, o;
- iii) en una colocación de acciones de primera emisión, con motivo de la constitución de la sociedad o de un aumento de capital posterior, o;
- iv) con ocasión del canje de valores de oferta pública convertibles en acciones; o,
- v) en un rescate de valores acogido a lo dispuesto en el artículo 109, y

Desde ya hay que señalar que en el mercado lo que normalmente sucederá es que se transen los ADR's, es decir, sea otro el propietario de los ADR's al momento del *flowback*. Por tanto, en tales casos nos encontraremos fuera de los supuestos generalmente del artículo 107 de la LIR, en atención a que tal norma dispone que las acciones, entre otras formas, deben haber sido adquiridas en una bolsa de valores del país autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros (cuyo esquema y grafico podrá apreciarse en el capítulo siguiente, punto 4.5 a continuación).

Ante lo anterior, diversas y disímiles posiciones hemos detectado en el mercado financiero respecto del tratamiento tributario actual, tanto para bancos custodios, como extranjeros que

transan ADR's, así como para los reguladores, tanto para la hoy CMF (ex SVS), Servicio de Impuestos Internos (SII) como de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), especialmente aquellos agentes retenedores de los impuestos relacionados.

Al respecto, analizando de la Ley N° 20.448 y su posterior ley interpretativa (Ley N° 20.466), podremos señalar y asegurar que la nueva normativa no buscó directamente modificar o innovar en la materia desde una perspectiva tributaria. Podemos arribar a tal conclusión simplemente analizando la mismísima historia de la Ley N° 20.448.

Asimismo, podremos señalar que la Ley N° 20.466 vino exclusivamente en establecer que los artículos derogados (arts. 18 bis, 18 ter y 18 quáter) corresponden, en lo principal y en su fondo, al texto de los artículos 106, 107 y 108, respectivamente, de modo tal que, en la especie, se mantienen los beneficios del antiguo 18 ter, hoy artículo 107 de la LIR.³

Por su parte, tal y como señaláramos en los primeros capítulos de este estudio, cabe recordar que los ADR's son certificados de depósito de valores nacionales emitidos por depositarios o custodios extranjeros (en este caso depositarios o custodios establecidos en los EE. UU.)⁴, y que, al tratarse de certificados de valores emitidos por una entidad extranjera, se encuentran regulados por el Título XXIV de la Ley N° 18.045. Al respecto, la SVS en su momento ya confirmó que los ADR's en su calidad de valores extranjeros, pueden ser objeto de oferta pública, y que, debido a su naturaleza, por tanto, son convertibles en acciones en nuestro país.⁵

El SII ha señalado que “...respecto de la enajenación de acciones provenientes del canje de ADR's, cabe expresar que no obstante las referidas modificaciones incorporadas al texto de la LIR, se mantiene dicho tratamiento tributario...”, y que: “No obstante la derogación del artículo 18 ter de la LIR y la incorporación del artículo 107 a este mismo texto legal, el pronunciamiento de este Servicio, sobre **el tratamiento tributario del mayor valor obtenido en la enajenación de acciones de sociedades anónimas abiertas, provenientes del canje de ADR's, contenido en el Oficio N° 1.705, de 2006, se mantiene vigente.**”⁶ (Lo destacado es nuestro).

³ Asimismo, existen oficios sobre el particular, tanto del SII como de la antigua SVS, los cuales son bastante clarificadores para el mercado: Oficio Ordinario Número 26.233 de 2013 y Norma de Carácter General Número 352, de 2013, ambos de la SVS, y los Oficios N° 2922, de 2012, y N° 1.705 de 2006, ambos del SII.

⁴ Sobre los cuales se refiere el numeral 8 de la Letra B de la Sección I de la Norma de Carácter General N°352, que regula la oferta pública de valores extranjeros en Chile.

⁵ Oficio Ordinario Número 26.233 de 2013, de la SVS.

⁶ Oficios N° 2922, de 2012, del SII.

En efecto, el referido oficio señala que en caso de que se cumplan los requisitos establecidos por el artículo 107 de la LIR, al igual que lo hacía el artículo 18 ter de la LIR años atrás, seguirá el similar tratamiento tributario, esto es, no se gravará con impuesto a la renta, siempre y cuando se cumplan los supuestos de la norma en comento.

Finalmente, sólo agregar que nuestro legislador cuando habla del “precio de adquisición” en el canje de valores -inciso final, del número 1), del artículo 107, de la LIR-, dice exclusivamente relación a la determinación del costo que debe considerársele para efectos de determinar el mayor valor no constitutivo de renta en la enajenación de acciones de quien adquiere las acciones originales, es decir, su costo tributario. Dado lo anterior, las acciones provenientes de un canje de ADR's, a su vez, siempre llevarán implícito un “precio” o costo de adquisición.

Con todo, en atención a las modificaciones legales descritas anteriormente, se podrá establecer que SVS (hoy CMF) estableció que los ADR's en su calidad de valores extranjeros pueden ser asimismo objeto de oferta pública en nuestro país. De esta forma, las acciones podrán adquirirse asimismo mediante el canje de estos valores de oferta pública convertibles en acciones -tal y como lo establece el número (iv), letra b), del N° 1, del artículo 107 de la LIR-. Lo anterior, permitiría a su vez descartar el riesgo interpretativo que podría generarse tras la eliminación del artículo 18 ter y su reemplazo por el artículo 107 de la LIR, sobre todo pensando que posteriormente se tramitó y publicó una ley (Ley N° 20.446) que estableció que la Ley N° 20.448 no alteró el tratamiento tributario de los artículos derogados, en la especie, que no modificó los beneficios tributarios establecidos previamente en nuestra legislación respecto de la enajenación de acciones provenientes del canje de ADR's.

Capítulo IV

SUPUESTOS Y CASOS

Luego del análisis normativo y tributario del articulado de la LIR, especialmente en su artículo 107 de la LIR, y para efectos de intentar establecer un criterio armónico e uniforme respecto de la franquicia tributaria de los ADR's, relativa a la disposición legal (antiguo artículo 18 ter de la LIR), y considerando especialmente la modificación contenida en la Ley N° 20.448, publicada el 13 de agosto de 2010, podemos distinguir al menos cuatro diversas situaciones respecto de su tratamiento tributario, con algunos matices que, a continuación, analizaremos, y respecto de los cuales el análisis del capítulo anterior podrá darnos ciertas luces al efecto y claridad respecto de su tratamiento.

4.1 CANJE DE ADR'S POR ACCIONES LOCALES E INFLOW

Una primera alternativa que tienen los inversionistas en ADR's, es el canje de ADR's por acciones locales. Es más, es una opción bastante usada en la práctica financiera, para efectos de invertir y participar del mercado chileno. Al efecto, el Servicio de Impuestos ("SII"), en Oficio N° 1.705/2006, del 15 de mayo de 2006, señaló que el canje de ADR's por acciones locales constituye una mera "...sustitución de documentos que no implica jurídicamente la adquisición de los títulos, puesto que el titular del ADR es el propietario de las acciones." (Lo destacado es nuestro).

De esta forma, el *flowback* no constituiría enajenación propiamente tal de dichos títulos, sino solamente una sustitución de documentos, por lo que no se generará efecto tributario alguno, lo cual nos otorga ciertas luces para establecer su tratamiento tributario.

Por su parte, en caso de que un banco depositario en los Estados Unidos emita nuevos ADR's a nombre del inversionista extranjero, los cuales representan la propiedad sobre las acciones chilenas ("*inflow*"), a nuestro entender no existiría tampoco una transferencia de dominio ni una adquisición de los ADR's desde la perspectiva jurídica, por lo cual no se generarán obligaciones tributarias a partir de la emisión de ADR's representativas de la propiedad de tales acciones, por los mismos argumentos antedichos.

En consecuencia, y analizando el número iv), letra b), número 1), del artículo 107 de la LIR, el cual señala que: "1) ...no constituirá renta el mayor valor obtenido en la enajenación de

acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil, que cumplan con los siguientes requisitos: ...b) Las acciones deberán haber sido adquiridas: ...iv) con ocasión del canje de valores de oferta pública convertibles en acciones...”, podemos concluir que en la operación en comento de canje de ADR's por acciones locales no generarán efectos tributarios, ya que en el canje de los ADR's por acciones locales sólo habría una mera sustitución de documentos.⁷

4.2 VENTA O ENAJENACIÓN DE ADR'S EN EL EXTERIOR

La Ley N° 20.630, publicada en el diario oficial el 27.09.2012, modificó a partir de esa fecha el artículo 10 de la LIR, en su inciso 3°. Al efecto, en Oficio N° 1.307, del 14 de junio de 2013, el SII dispuso que la enajenación de ADR's de una empresa nacional no resulta gravada con el tributo señalado, puesto que no se comprende dentro de los títulos o derechos susceptibles de ser gravados bajo la norma señalada, atendido que no son representativos del capital de una persona jurídica constituida o residente en el extranjero, o de títulos o derechos de propiedad respecto de cualquier tipo de entidad o patrimonio, constituido, formado o residente en el extranjero, siendo el ADR un título representativo de acciones de compañías chilenas que se transan en el exterior.

De más está señalar que si el banco depositario de los ADR's está domiciliado en el exterior, y los inversionistas que enajenan o venden dichos certificados no tienen domicilio o residencia en nuestro país, la renta obtenida en la enajenación de dichos valores corresponderá a una renta de fuente extranjera, la cual, en consecuencia, no quedará gravada con impuestos ni los custodios tendrán obligación de retención alguna en nuestro país. Por tanto, se podrá argumentar que la fuente de la renta es extranjera, por lo que no tributará en nuestro país. Al respecto, cabe destacar que el inciso tercero del artículo 11 de la Ley sobre Impuestos a la Renta (en adelante “LIR”) señala que: *“No se considerarán situados en Chile los valores extranjeros...”*⁸

⁷ En relación con esto último, ver Ord. N° 3.945, del 3 de febrero de 2012, de la SVS, que concluye que *“...dado que el canje de valores de oferta pública convertibles en acciones del literal iv) de la letra b) del número 19 del artículo de la Ley de Impuesto a la Renta, lleva implícito un precio de adquisición, ésta disposición no es aplicable a aquellos canjes de ADR's por los títulos de acciones que representa, por cuanto sólo se cambia el certificado representativo de acciones por los títulos de acciones que representa.”*

⁸ Cabe recordar asimismo que en el Oficio N° 2.013/2012 se le consultó al SII si los ADR's debían ser considerados como bienes situados en el exterior. En virtud del artículo 11 de la LIR, el SII respondió que los ADR tienen el carácter de valores extranjeros, por lo que el mayor valor derivado de su venta se considerará renta de fuente extranjera. Por lo tanto, asumiendo que el inversionista se trata de un contribuyente sin residencia ni domicilio en Chile, no se afectará con impuestos en Chile, ya que estaría recibiendo una renta de fuente extranjera. Por el contrario, si el inversionista tuviera residencia o domicilio en Chile, se afectaría con impuesto en Chile, ya que tributaría sobre sus rentas de fuente mundial, en caso de no cumplirse con los requisitos establecidos en la franquicia en comento.

4.3 VENTA O ENAJENACIÓN DE ACCIONES PROVENIENTES DE UN CANJE DE ADR'S

Con respecto a la venta de las acciones (provenientes de un *flowback*) en el mercado bursátil chileno tras el canje de ADR's, el SII ha sostenido reiteradamente que el mayor valor obtenido de la enajenación de acciones provenientes de su canje podrá acogerse al beneficio tributario del artículo 107 de la LIR.⁹

De esta forma, según el Oficio N° 2.922/2012 del SII, del 29 de octubre de 2012, en su último párrafo, indicó que *"...el mayor valor en la venta de acciones provenientes de un canje de ADR por acciones, puede acogerse al beneficio tributario dispuesto en el artículo 18 ter citado, en el caso que el ADR que las representa haya sido adquirido en una bolsa de valores o en otra de las circunstancias que dicha disposición legal establece, y siempre que se cumplan los demás requisitos legales, respecto de los cuales el Servicio impartió las instrucciones correspondientes en la Circular N° 7, del año 2002."* Asimismo, dicho oficio señala que *"... como consecuencia de la derogación del artículo 18 ter, y la incorporación del artículo 107, ambos de la LIR, se mantiene el tratamiento tributario señalado en el párrafo anterior, respecto de la enajenación de acciones provenientes del canje de ADR's, cabe expresar que no obstante las referidas modificaciones incorporadas al texto de la LIR, se mantiene dicho tratamiento tributario, toda vez que por una parte, el artículo único de la Ley N° 20.466 de 2010, expresa que para todos los efectos legales, debe entenderse que el sentido y alcance de lo dispuesto en el artículo 6° de la ley N° 20.448, en lo relativo a la derogación de los artículos 18 bis, 18 ter y 18 quáter de la Ley sobre Impuesto a la Renta, fue reestructurar el tratamiento tributario de aquellas materias relativas al mercado de capitales, de modo tal que su contenido corresponde, en lo principal, al texto de los artículos 106, 107 y 108, respectivamente, de la misma ley; y por la otra, el texto del actual artículo 107 de la LIR no innova sobre esta materia"*. (Lo destacado es nuestro).

De esta forma, analizando incluso la mismísima historia de la Ley N° 20.448, la nueva norma nunca tuvo la intención de modificar o innovar en la materia, y la ley interpretativa, Ley N° 20.466, viene a mantener los beneficios del antiguo 18 ter, hoy artículo 107 de la LIR. La intención de la Ley modificatoria fue únicamente reestructurar el tratamiento tributario de aquellas materias relativas al mercado de capitales, de modo tal que su contenido corresponde, en lo principal, al texto de los artículos 106, 107 y 108, respectivamente, de la LIR.

⁹ Ver Oficios N° 2.922/2012 y N° 1.705/2006 del SII.

Finalmente indicar que el SII también ha sido enfático en concluir que *“de acuerdo con lo razonado, el canje de acciones por ADR’s no constituye enajenación de las mismas, ya que el titular de los ADR’s continúa siendo dueño de las acciones que dicho documento representa. Por tanto, el sólo hecho del canje no queda afecto a impuesto a la renta en Chile.”*¹⁰ (Lo destacado es nuestro).

Ahora bien, según los requisitos establecidos en la norma en comento entendemos que deberá ser el mismo contribuyente que efectuó el *inflow*, aquél que haya canjeado los valores y efectuado el *flowback* para que opere la franquicia tributaria, en aquellos casos que se enajenen en el mercado de capitales locales, y que a su vez haya sido reconocida por la ex SVS (como lo veremos en el siguiente gráfico del 4.5).

4.4 SITUACIONES ESPECIALES EXCLUIDAS DE LA FRANQUICIA TRIBUTARIA

Teniendo presente todo lo anteriormente señalado, debemos manifestar que existirían ciertas situaciones respecto de las cuales, y según lo señalado en el capítulo III, quedarían en principio excluidas de la franquicia tributaria que en el presente trabajo estamos analizando, aquellos que señalamos a continuación:

- En caso de que las acciones no se vendan en el mercado bursátil luego del canje de los ADR’s, es decir, la enajenación no se efectúe en una bolsa de valores del país autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, se perderá la franquicia tributaria del artículo 107 de la LIR. Lo anterior, en atención a que no se estarían cumpliendo los supuestos jurídicos de la norma aludida. Así lo ha ratificado el SII, al señalar que al enajenarse fuera de bolsa, los ADR’s quedan: *“...pendiente la tributación para el momento en que el titular de los ADR’s proceda a su canje por las acciones que representa y en definitiva enajene dichas acciones, aplicándose en tal caso las normas que correspondan.”*¹¹
- Asimismo, como señalábamos anteriormente, normalmente los ADR’s son transados, es decir, será otro el propietario de los ADR’s al momento del *flowback*. Por tanto, podemos entender que aquellas acciones no se cumplirán los requisitos legales establecidos en el artículo 107 de la LIR y se perderá la franquicia tributaria en comento, en atención a que

¹⁰ Oficio N° 2.144, de 03.10.2013, Subdirección Normativa Dpto. de Impuestos Directos del SII.

¹¹ En el mismo oficio N° 2.144 de 2013 del SII.

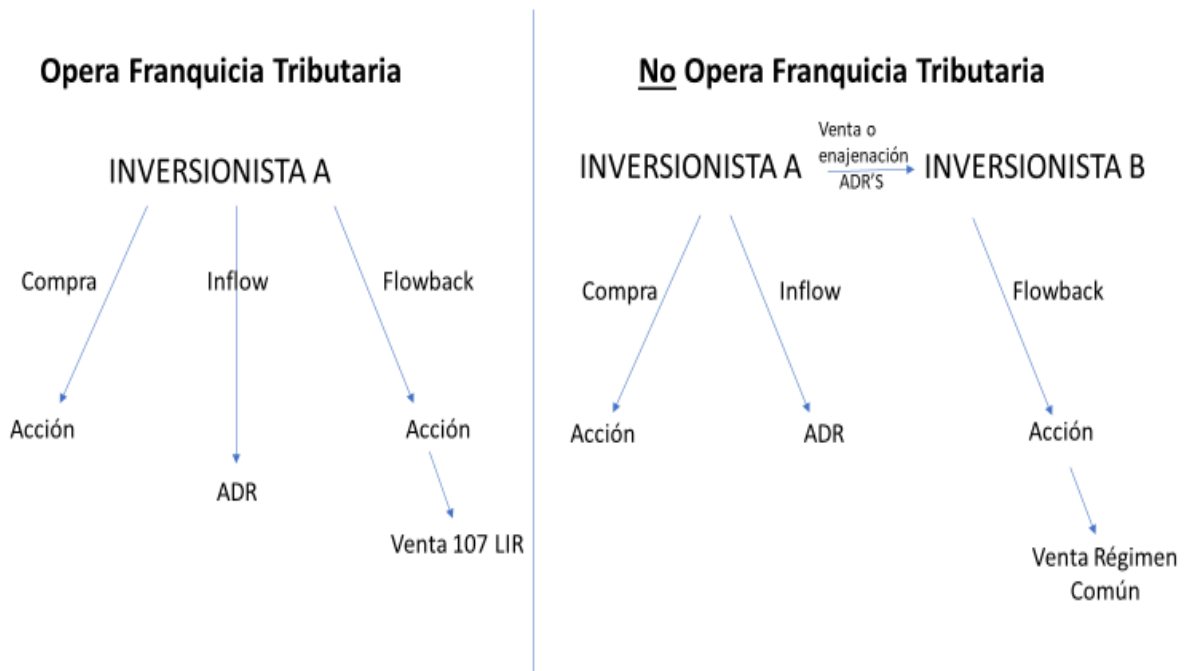
tal norma dispone que las acciones, entre otras formas, deben haber sido adquiridas en una bolsa de valores del país autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

En otras palabras, cuando el tenedor del ADR no es el mismo que ha efectuado el *inflow*, la franquicia tributaria dejará de operar.

Vemos que, en la práctica, la franquicia tributaria podrá perder sus cualidades y dejar de cumplir su objeto. Lo anterior, considerando especialmente que en efecto la dinámica comercial y del mercado hará que se transen normalmente los ADR's, por lo que el tenedor o propietario del instrumento podría ser en ocasiones uno diferente, lo cual haría perder sus beneficios tributarios. Por lo anterior, deberá tenerse especial cuidado y atención en dar correcto cumplimiento a los requisitos legales analizados para que el ingreso no renta pueda operar en lo sucesivo.

4.5 ESQUEMA GRÁFICO

SUPUESTOS Y CASOS: ESQUEMA



CONCLUSIONES

En virtud del presente estudio hemos podido analizar una situación bastante particular y de relevancia para el mercado de capitales en Chile. Hemos tenido la oportunidad de comprender de que Chile necesita contar con reglas claras y precisiones conceptuales respecto de las bolsas *off shore*, y el tratamiento tributario y legal de los ADR's, en atención a que Chile es un mercado eminentemente integrado al mundo y al contexto global. Lo anterior, teniendo especialmente presente el hecho de que inversionistas extranjeros ven hoy día más posibilidad de invertir en nuestro país, y los ADR's son un instrumento bastante atractivo para invertir en el mercado chileno, al menos de manera indirecta, tal como comentamos anteriormente.

Según señaláramos más arriba y en detalle, hay ciertas situaciones en las cuales nos enfrentamos a cambio de tenencia y propiedad, y respecto de los cuales nuestra autoridad tributaria ha analizado en los últimos años, y que nuestro mercado financiero quiere y debiere zanjar a la brevedad, a fin de contar con una meridiana claridad interpretativa para efectos tener un instrumento que pueda colocarse y ofrecerse en el mercado y asimismo, que todos los actores relevantes tengan al menos de manera relativa, certeza jurídica a su respecto, como por ejemplo, los bancos custodios que deben operar como agentes retenedores.

En virtud de lo señalado anteriormente, podemos concluir que, por una parte, respecto de los casos y supuestos analizados en el presente trabajo vemos cierta claridad respecto de la aplicación de la franquicia tributaria, en el canje por acciones locales de sociedades chilenas y también respecto de su venta posteriormente a su canje, cumpliendo con los requisitos legales. En efecto el mismo SII ha expresado que en casos que: *“El mayor valor obtenido en la enajenación de acciones de sociedades anónimas abiertas constituidas en Chile y con presencia bursátil, que han sido adquiridas fruto del canje de ADR's, podrá acogerse a lo dispuesto en el artículo 107 de la LIR, en la medida que los ADR's cumplan con los requisitos dispuestos por la SVS para la oferta pública de valores en Chile y las acciones subyacentes se hayan inscrito de acuerdo a lo dispuesto en los artículos 5 y 23 de la Ley N°18.045, sin perjuicio de la verificación de las demás exigencias del artículo 107 de la LIR.”*¹². De esta forma tanto en doctrina como en jurisprudencia administrativa, la discusión podría quedar zanjada ante tales supuestos.

¹² Oficio N° 1480, de 22.08.2014, del SII.

Desde una perspectiva diferente, podremos también apreciar que generalmente nos encontraremos en el mercado de capitales ante cambios de propiedad y tenencia de los ADR's, al momento de su canje, dada la naturaleza del mercado de valores caracterizado por un alto nivel de transacciones. Es más, es claro que en el mercado de capitales el dinamismo impera y las enajenaciones y transferencias de dominio están a la orden del día, por lo cual se haría más difícil en la práctica la tenencia de tales ADR's por los mismos inversionistas, desde el mismo momento del *inflow* hasta su *flowback*, previo a una venta o enajenación, por lo que en ocasiones será un nuevo inversionista. Dado lo anterior: ¿Se mantendrán los beneficios tributarios en comento? Dicho esto, vemos que en ocasiones se dificultaría cumplir los supuestos jurídicos del artículo 107 de la LIR, en aquellos casos que encontremos a un nuevo tenedor de los ADR's que hace el *flowback*, o en aquellos casos que se vendan o enajenen los títulos fuera de una bolsa autorizada en el país, luego de su canje o *flowback*. Dado lo anterior, deberemos preguntarnos qué tan factible será la aplicación de la franquicia ante tales supuestos.

Finalmente, podemos concluir que el artículo 107 de la LIR intenta profundizar el mercado de capitales, incentivando inversiones en instrumentos tales como los ADR's, para contar en definitiva con una industria más dinámica y menos atomizada y con más actores en el mercado. Sin embargo, nos quedan ciertas dudas respecto de su aplicación, especialmente ante los casos detallados que no cumplirían los requisitos legales en función de los fundamentos ya esgrimidos en el transcurso del presente trabajo. Será recomendable por tanto tener muy presente las excepciones prácticas de la norma ya indicadas y operar finalmente con la mayor cautela en el manejo de cartera por parte de los bancos custodios en Chile, especialmente ante eventuales nuevas interpretaciones y/o fiscalizaciones por parte de la autoridad tributaria local.

Con todo, esperamos que el presente estudio y actividad formativa sea de gran ayuda para la industria financiera, otorgando ciertas luces ante decisiones de inversión, intentando llenar aquellos vacíos que pudieren existir en el mercado de capitales, y clarificando de forma meridiana los efectos legales y tributarios, y finalmente su tratamiento ante la operativa de los ADR's en nuestro país. Esperamos que legisladores, fiscalizadores, agentes retenedores y el mercado de capitales en general pueda en alguna medida tener mayor claridad respecto al tratamiento tributario de los ADR's en Chile, ya que hemos sido testigo de que, en muchas ocasiones, habrá más dudas que certezas.

BIBLIOGRAFÍA

1. Fernández Melo, Claudio Patricio. Título: American Depositary Receipts: Editorial Jurídica Cono Sur Ltda. 1998.
2. Ferrada Celis, Rodrigo. American Depositary Receipts; Profesor Guía: Francisco Selamé Marchant. Memoria (Licenciado en ciencias jurídicas y sociales), Universidad de Chile, 1999.
3. Marambio Valencia, Claudia Andrea. American Depositary Receipts. Profesor guía: Raúl Novoa Galán. Memoria (licenciado en ciencias jurídicas y sociales). Universidad Adolfo Ibáñez, 2001.
4. Sandoval López, Ricardo. Nuevas operaciones mercantiles: leasing, factoring, franchising, engineering, tarjeta de crédito bancaria, know-how y underwriting, ADR's, otras modalidades bancarias y financieras. Santiago de Chile: Jurídica Cono Sur, 1996, 3º edición.
5. “La Facultad Interpretativa del SII y los Cambios de Criterio, Una visión Alternativa”, del Instituto Chileno de Derecho Tributario, Legal Publishing Chile, 1ª edición mayo 2013.

LINKS DE INTERÉS EN LA WEB

1. www.svsmascerca.cl
2. www.inviertobien.com
3. <https://vdocuments.site/bonos-2.html>
4. www.coursehero.com
5. www.economiamichua.blogspot.com/2014/06/instrumentos-de-inversion.html
6. www.polizasdeseguros.cl/glosario/glosario-letra-a
7. www.cursosdeinversiones.cl/

