



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hoy se resolvió lo siguiente

**REF.: APLICA SANCIÓN DE MULTA A SCOTIA
CORREDORES DE BOLSA S.A.**

RES. EXENTA N° 514 25 AGO 2005

VISTOS: Lo dispuesto en los artículos 3°, 4° y 28 del D.L. 3.538, artículo 39 de la Ley 18.045 y el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago.

CONSIDERANDO:

1.- Que, esta Superintendencia investigó una serie de operaciones realizadas entre A.F.P. Magíster -en adelante Magíster-, Scotia Corredores de Bolsa S.A., -en adelante Scotia- y Covarrubias y Compañía Corredores de Bolsa Ltda., -en adelante Covarrubias-, mandante Sociedad de Inversiones Dareza Ltda. -en adelante Dareza-, en el período Noviembre de 2002 a Marzo de 2003.

2.- Que, por Oficio Reservado N° 034 de 25 de Febrero de 2005, esta Superintendencia formuló cargos a Scotia por infracción al artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago por estimarse que dichas operaciones se realizaron en virtud de un posible acuerdo entre las partes involucradas.

3.- Que, por presentación de 18 de Marzo de 2005, Scotia formuló sus descargos, solicitando se declarara la improcedencia de la investigación en virtud del principio de no avocación como cuestión previa -alegación que fue rechazada mediante resolución contenida en Oficio Reservado N° 076 de 29 de Marzo de 2005-, y en subsidio formuló sus descargos, aportando los antecedentes que estimó pertinentes a sus intereses y pidió la apertura de un término probatorio.

Asimismo, durante el curso del procedimiento administrativo acompañó una serie de documentos y un informe pericial, e hizo presente diversas consideraciones en relación a los hechos investigados.

4.- Que, conforme al mérito de los antecedentes e información reunidos por este Organismo, y de los descargos formulados, se pudo establecer los siguientes hechos:

a) Durante el período referido en el numeral primero de este oficio, Magíster realizó transacciones con los recursos de los fondos de pensiones, en las que generalmente se repitieron las mismas contrapartes, quienes obtuvieron beneficios de ellas, especialmente sociedad de Inversiones Dareza, quien actuó a través de Covarrubias.

b) Dentro de dichas transacciones se distinguen claramente tres tipos de operaciones:

i) Transacciones de venta de instrumentos bajo el precio de mercado, comprados nuevamente por Magíster a un precio mayor.

A. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4060
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla 2167 - Correo 31
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Estas operaciones se realizaron, en síntesis, de la siguiente manera: Magíster vendía a través de telerenta instrumentos CERO y PRC a un precio bajo mercado, teniendo como contraparte a Scotia, para su cartera propia, o Covarrubias, mandante Dareza, con recompra total o parcial ese día o el siguiente a las mismas contrapartes, a mayor precio;

- ii) Transacciones de venta de instrumentos financieros bajo el precio de mercado.

Estas operaciones se realizaron, en síntesis, de la siguiente manera: Magíster vendía a través de telerenta instrumentos CERO y PRC a un precio bajo mercado, teniendo como contraparte a Scotia, para su cartera propia, o a Covarrubias, mandante Dareza, realizándose ganancia para éstas últimas mediante la venta a terceros a precio de mercado utilizando remate en casi todos los casos;

- iii) Transacciones de compra de instrumentos por sobre el valor de mercado.

Estas operaciones se realizaron, en síntesis, de la siguiente manera: Magíster compraba instrumentos BCD, BRP, CERO y LHF a través de remate y telerenta a un precio sobre mercado, teniendo como contraparte a Scotia, para su cartera propia, o a Covarrubias, mandante Dareza y, en una operación, para cartera propia.

c) Del análisis de esas operaciones, se constató que en el lapso antes aludido, se realizaron 15 transacciones en la que generalmente se repitieron las mismas contrapartes -Magíster, Scotia y Covarrubias, mandante Dareza-, donde las órdenes de compra y venta de los instrumentos, a precios desalineados con el mercado, eran casi simultáneas y en las que se repitieron sostenidamente los siguientes patrones:

- En las operaciones en que hubo venta y recompra por Magíster, signadas en el primer párrafo i) de la letra b) de este numeral, mediaron 24 horas o poco más entre ambas, existiendo no más de 3 días en las demás;
- La utilización de telerenta, mecanismo que resultaba propicio para realizar operaciones acordadas con anterioridad al minimizar el riesgo de interferencia o intervención por terceros, en este caso, el resto del mercado; y
- Una falta de correspondencia entre los precios a que transó la A.F.P. y los precios promedio ponderados de instrumentos de similares características, resultando pérdidas para los fondos de pensiones administrados por Magíster y ganancias para las contrapartes, especialmente para Dareza.

d) La falta de correspondencia en los precios a que transó Magíster se observó en que recurrentemente vendió sus instrumentos, a las referidas contrapartes, a los peores precios del día para instrumentos comparables en cuanto a tipo de emisor, tasa de emisión y plazo de vencimiento, y compró a las condiciones más desventajosas para los fondos de pensiones a las mismas contrapartes.

Asimismo, en el caso de las operaciones bajo precio de mercado del párrafo segundo ii) de la letra b) de este mismo numeral, la desalineación con el mercado se evidenciaba por cuanto al final de la cadena, cuando se sacaban los papeles por remate, transcurridos no más de 3 días en todos los casos, se obtenían precios sustancialmente superiores.

e) El uso de telerenta -sistema de calce automático de ofertas a firma de IRF (instrumentos de renta fija) e IIF (instrumentos de intermediación financiera)- en muchas de estas operaciones, fue el mecanismo que permitió fijar precios y calzar las operaciones sin interferencia de terceros, y no representaba una herramienta idónea ni adecuada dadas las condiciones imperantes en el mercado cuando se efectuaron estas operaciones y, especialmente, el valor en que papeles homologables eran transados en remate.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En tal sentido, se constató que según la información emanada del Registro Analítico de Telerenta de la Bolsa de Comercio de Santiago, en todas las ocasiones en que se utilizó telerenta, el calce entre la oferta y la demanda de los instrumentos entre las mismas contrapartes se produjo en un corto período de tiempo, de alrededor de uno ó dos segundos, y por tanto presuntamente por acuerdo telefónico, haciendo prácticamente imposible la intervención de terceros interesados en esos papeles, lo cual quedó establecido conforme el Manual de Operaciones de IRF de la Bolsa de Comercio, en cuanto establece que cuando el calce se produce por el total de la oferta, ésta desaparece inmediatamente del sistema registrándose la transacción.

5.- Que, como resultado de lo anterior se estableció que las operaciones entre las referidas partes se efectuaron a precios perjudiciales para los fondos de pensiones administrados por Magíster, dada la falta de correspondencia entre ellos y los imperantes en el mercado, en términos tales que de haberse efectuado a precios de mercado, se habría evitado tal perjuicio.

6.- Que, en 7 de las operaciones investigadas, se estableció que Scotia compró papeles a Magíster por telerenta a un precio bajo el promedio ponderado del día para papeles comparables (en cuanto a tipo de emisor, fecha al vencimiento y tasa de emisión), los que posteriormente vendió, habitualmente fuera de bolsa a Covarrubias mandante Dareza, y en que por concepto de diferencias de tasas sólo obtuvo una utilidad marginal, evidenciando que la corredora en tales operaciones de venta no maximizó sus utilidades.

Esta situación se debió a que los instrumentos que Scotia intermedió para su cartera propia entre Magíster, como vendedora, y Covarrubias, como compradora -correspondientes a las transacciones descritas en i) y ii) de la letra b) del numeral 4º- fueron adquiridos a una tasa bajo mercado y posteriormente enajenados también bajo mercado, todo lo cual se constató porque cuando se sacaron los papeles por remate al final de la cadena, transcurridos no más de 3 días en todos los casos, se obtuvieron precios substancialmente superiores. Es más, en 2 de estos casos, fue la propia Magíster quien efectuó la recompra total o parcial de los papeles sacados en remate, a precios muy superiores a la venta inicial por telerenta.

En 4 de las operaciones investigadas, se constató que Scotia compró fuera de rueda a Covarrubias para luego vender por remate los papeles, a Magíster en 3 de ellas y en una de ellas al mercado, obteniendo también sólo utilidades marginales ya que nuevamente ésta había quedado en sociedad de inversiones Dareza.

Todas estas operaciones, miradas desde un contexto global, permiten presumir la existencia de una concertación entre las partes involucradas para su realización en términos tales que no es posible entender el modo en que llevaron a cabo las cadenas de transacciones que las componen y la distribución de las utilidades sin el acuerdo previo de las partes.

7.- Que, de los antecedentes remitidos a este Organismo por el Informe de Fiscalización de la Superintendencia de A.F.P.s, en adelante SAFF, de Diciembre de 2003, consta que las operaciones de venta a precios bajo mercado por los empleados de Magíster se hicieron con la intención expresa de manipular los sistemas de valorización de esa Superintendencia como manera de beneficiarse -o de perjudicar en mayor medida a las A.F.P.s de la competencia-, fijando precios manifiestamente erróneos que tuvieron tal efecto. Dicha conducta reportó beneficios a las corredoras contrapartes, Scotia y Covarrubias, y especialmente, a Dareza, en perjuicio de los fondos de pensiones.

8.- Que en sus descargos, Scotia manifiesta lo siguiente como manera de justificar sus operaciones:

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9º
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Como primera cuestión, sostiene que sólo en 12 de las operaciones cuestionadas Scotia tiene algún tipo de participación, y no en las 15 que refiere el oficio de cargos, y que de estas 12 sólo en 8 se utilizó telerenta por parte de la corredora. Indica, a continuación, que conforme las conclusiones del directorio de A.F.P. Magíster contenidas en el acta de sesión N° 361 de 6 de Noviembre de 2003, no habría existido dolo en ellas y que su análisis debe efectuarse en el contexto de todas las operaciones del día, agregando que conforme la respuesta dada por la misma A.F.P. en respuesta al Oficio Reservado N° 020570 de la SAFP, las operaciones se encontrarían ajustadas a los procedimientos de mercado y a la normativa vigente, y estarían enmarcadas dentro de los precios de mercado ya que no sería posible establecer previamente a una transacción el precio final al que se rematará un papel desde que los precios se fijan a partir del dinámico análisis de múltiples variables y eventos variados que generan distintas expectativas sobre su evolución y no existe una norma preestablecida que se pueda seguir permanentemente, constando así que la propia A.F.P. afectada con los hechos desestimó los cargos que se le imputan. Señala, luego que conforme la antedicha respuesta dada por Magíster a la SAFP, la existencia de un máximo de 3 días entre la venta de papeles por Magíster y su recompra, se habría debido al trading cuyo objetivo es obtener ganancias a través de operaciones de compra y venta de altos volúmenes, por decisiones analizadas bajo distintos parámetros, por lo que papeles inicialmente vendidos puedan ser comprados en el día o en días consecutivos, y que la circunstancia que se trata de papeles de suficiente profundidad puede permitir que una serie vendida sea comprada luego a precios distintos y a veces con pérdida. Por lo demás, indican que Scotia sólo participó en algunas de las compras efectuadas a Magíster, usando telerenta, y por ello, no habría tenido ninguna injerencia en operaciones posteriores por terceros o la propia administradora. En cuanto al uso de telerenta, señala que se trata de un sistema de negociación computacional de calce automático de operaciones a firme de IRF o IIF aprobado por la SVS y que se encuentra vigente, siendo por tanto su utilización absolutamente legal. Los corredores, conforme el artículo 33 de la Ley N° 18.045, son libres para usar el sistema bursátil que deseen siempre que se encuentre aprobado por la bolsa de valores y la SVS, ya que no existe norma que les obligue o les prohíba usar un sistema determinado o hacerlo en o fuera de rueda, todo lo cual quedaría confirmado por la norma del artículo 44 de la misma ley. De ese modo, conforme lo expresado por Magíster en respuesta al Oficio Reservado N° 020570 de la SAFP, los mecanismos para transar en el mercado son remate electrónico y telerenta, siendo por éste último sólo posible identificar al corredor oferente, el instrumento, la cantidad y el precio, haciendo factible la interferencia por cualquier agente del mercado, anulando toda posibilidad de acuerdo previo. En lo tocante a las pérdidas sufridas por los fondos de pensiones y a las ganancias de las contrapartes, reitera que Magíster habría concluido en su respuesta al Oficio Reservado de la SAFP N° 020570, que las operaciones estarían enmarcadas en los precios de mercado y que en el período la rentabilidad de la A.F.P. estuvo en el promedio del sistema o sobre él, demostrando una correcta capacidad de gestión de su portafolio y la ausencia de perjuicios para el fondo de pensiones. Añade que, en todo caso si tales operaciones hubieran producido pérdidas para los fondos, conforme el Ordinario N° 010874 de la SAFP y al inciso 13° del artículo 48 y artículo 147 del D.L. N° 3.500, corresponde a A.F.P. Planvital como continuadora de Magíster reintegrar a los fondos y afiliados las diferencias producidas por transacciones a precios perjudiciales, no teniendo Scotia responsabilidad de transar a precio determinado ninguno ni de reponer las eventuales pérdidas de los fondos de pensiones, no siendo de su cargo proteger los recursos de ellos sino de las administradoras. En lo que respecta a la utilidad marginal obtenida por Scotia en estas operaciones, señala que el resultado económico de las operaciones de un corredor constituye un efecto privativo y excluyente del mismo, su administración y socios, siendo impertinente la calificación que sobre la materia realiza la Superintendencia, la que por lo demás no es efectiva. A continuación, refiere y enumera una serie de juicios de valor que habría efectuado la Superintendencia y que luego abandona y no utiliza como cargo o imputación contra Scotia, imputándole sólo una infracción al artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago. En cuanto a la figura del artículo 126 del Reglamento, señala que la prohibición contenida en él sería inaplicable a las operaciones impugnadas efectuadas por telerenta, ya que éste no contemplaría el caso de transacciones de instrumentos de renta fija e intermediación financiera, que estarían precisamente contenidas en la excepción del mismo artículo. Fundamenta tal aseveración en el artículo 177 del mismo Reglamento, en cuanto establece que las

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla 2167 Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

transacciones de instrumentos de renta fija y de intermediación financiera, pueden ser efectuadas a través del sistema de remate o como operador fuera de rueda con información a la Bolsa. En ese sentido, señala que el fundamento de tal excepción se encontraría en el inciso primero del artículo 23 de la LMV, letras c), d) y e) a partir de los cuales concluye que los valores en general pueden ser transados dentro o fuera de bolsa según si han sido o no admitidos a cotización por una bolsa de valores y sólo las acciones inscritas en el Registro de Valores quedarían confinadas a ser transadas en la rueda de la bolsa en que se cotizan. De tal modo, los corredores podrían intermediar instrumentos de renta fija tanto dentro como fuera de bolsa y la propia normativa bursátil contaría con una excepción a la prohibición de transar fuera de rueda, precisamente para las operaciones en instrumentos de renta fija e intermediación financiera como las reprochadas, las que por tratarse de IRF y por aplicación del citado artículo 126 pudieron haberse efectuado fuera de rueda, con acuerdo libre y completo en torno a la cantidad, naturaleza de los valores, precio y forma de pago, sin que ello implique la vulneración de norma alguna. En cuanto a la concertación que se le reprocha, señala sin reconocerla que ésta es en todo caso perfectamente legítima y ajustada a la práctica bursátil, ya que telerenta constituye un sistema de transacción dentro de bolsa y los motivos de los cargos dirían relación con supuestas conversaciones previas en circunstancias que lo que prohíbe el artículo 126 es que se hayan convenido operaciones en acciones, es decir, concluido, cerrado o ajustado una transacción de acciones fuera de rueda. Al efecto, cita la definición de convenir dada por el Diccionario de la Lengua Española como el “Dicho de dos o más voluntades: Coincidir causando obligación”, es decir, una voz que a su juicio tendría sentido jurídico y que equivaldría al contrato de compraventa de acciones que los corredores celebran en la bolsa. En ese sentido, el artículo 132 del Reglamento reconocería que los corredores pueden tener la intención de hacer un determinado negocio entre ellos, pero los sistemas bursátiles no reconocen ese acuerdo. Los casos contenidos en la excepción del artículo 126 del Reglamento, serían conforme el Título V que trata de las operaciones Fuera de Rueda, las transacciones de instrumentos de renta fija e intermediación financiera, la colocación de nuevos valores y la colocación de cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro y otras. De tal modo, si la prohibición admite como excepciones los casos expresamente previstos en el Reglamento -que contemplan las transacciones y compraventas de IRF o acciones fuera o al margen de los sistemas bursátiles- debe entenderse que la prohibición comprende sólo a las operaciones de compraventa o a las transacciones que se efectúen fuera de la bolsa, pero no a los acuerdos entre corredores que persigan una finalidad de negocios y que se cierran o convienen en rueda de bolsa. Tal interpretación respetaría el aforismo de que las prohibiciones por ser de derecho estricto deben interpretarse restrictivamente y no aplicarse por analogía o extensión. De esa forma, los acuerdos entre corredores que consideren su ejecución en la rueda no estarían prohibidos ya que la garantía del sistema bursátil estaría dada por las modalidades de operación, las que deben guiarse por los principios fundantes de la LMV, asegurando la reunión de todos los intereses de compra y venta. En cuanto a la transgresión de otros principios que propugna la LMV, señala que tratándose de un corredor que se ha ajustado a la normativa es imposible que atente contra esos principios. Finalmente y en que lo respecta a una falta de maximización de sus utilidades, expresa que éste no es un reproche válido pues en las actividades mercantiles no todos los negocios buscan, al menos en el corto plazo, el máximo beneficio pues también persiguen el beneficio económico estable y consistente en el tiempo u otros bienes intangibles. Estimular siempre, en el corto plazo, el máximo beneficio podría ser por el contrario contraproducente al acarrear riesgos a largo plazo, mala imagen o pérdida de los límites éticos del quehacer comercial. Por lo demás, tal circunstancia no podría ser merecedora de reproche alguno ya que no vulnera ningún precepto legal ni reglamentario, siendo por lo demás falso que Scotia no haya obtenido beneficio alguno por estas operaciones, ya que en ellas cobró siempre su comisión al uso de la condición de operador directo lo que implícitamente le adjudica parte de la ganancia.

Mediante presentación de 18 de Mayo de 2005, Scotia acompañó los documentos ofrecidos al momento de solicitar la apertura de un término de prueba consistentes en: copias de las facturas de compra y venta de los instrumentos relativos a la investigación, copias de las impresiones de las pizarras de transacciones IRF de la Bolsa de Comercio de Santiago para

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9º
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla: 2167 Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

las fechas de las operaciones, copias de los comprobantes de compra y venta de los instrumentos correspondientes, copia convenio para la operación en el remate electrónico de IRF e IIF de 24 de Mayo de 1999 entre Scotia Corredores y Magíster, y peritaje contable acerca de la existencia y monto de las utilidades obtenidas por la corredora en las operaciones cuestionadas.

Asimismo, por presentación de 4 de Julio de 2005, Scotia acompañó copias declaraciones de los testigos Javier Rojas López, Rodrigo Chávez Cerón y del pliego de posiciones y absolución rendida por el representante legal de A.F.P. Planvital en los autos "A.F.P. Magíster con sociedad de inversiones Dareza y otras", Rol N° 8547-2004, seguidos ante el 6° Juzgado Civil de Santiago y escrito de observaciones a la prueba presentado por Scotia en él mismo.

9.- Que, los descargos hechos valer en este procedimiento, no resultan atendibles en virtud de los siguientes motivos:

a) En cuanto al primer alcance que efectúa en sus descargos relativo al número de operaciones en que habría participado Scotia y que en sólo parte de ellas usó telerenta, debe precisarse que el tenor del oficio de cargos tenía por objeto poner el caso en su contexto global, sin perjuicio de que en sólo parte de esas operaciones hubiera participado Scotia -que por lo demás son su mayoría-, y especialmente que la conducta cuestionada de la corredora, como es evidente, se refiere sólo a las operaciones en que tuvo participación.

b) En lo que respecta a las conclusiones a que habría llegado el informe de auditoría contenido en el acta de sesión extraordinaria N° 361 de Magíster y en la respuesta dada por la A.F.P. a la SAFP de 17 de Noviembre de 2003, debe expresarse que toda vez que dichos antecedentes no fueron acompañados a este procedimiento, no resulta factible conocer ni acoger sus apreciaciones en cuanto a la supuesta regularidad de las transacciones.

En todo caso, más allá de lo concluido por tal auditoría y por las explicaciones dadas por la administradora, los hechos objetivos y acreditados en este procedimiento administrativo -respecto de los cuales esta resolución se hará cargo más adelante- no permiten llegar a similares conclusiones, sino por el contrario son suficientes para presumir la existencia de operaciones concertadas por las cuales, utilizando recurrentemente el mecanismo de telerenta y operaciones fuera de bolsa, se logró transar los instrumentos de la A.F.P. a precios perjudiciales para los fondos de pensiones y en beneficio directo de sus contrapartes, especialmente, para sociedad de inversiones Dareza. En ese sentido, la argumentación dada en cuanto a que los precios a que se rematará un papel se fija en virtud de múltiples variables y producto de la dinámica del mercado que genera diversas expectativas sobre su evolución, es improcedente dado que lo objetado por este Servicio es la participación de Scotia en transacciones realizadas a través de telerenta y en que sólo al final de la cadena se sacaron los papeles por remate, demostrando con ello que su precio era muy distinto al transado inicialmente.

c) En lo que respecta a la existencia de no más de 3 días entre la venta de papeles por Magíster y su posterior recompra, a que se hace alusión en los descargos y que la A.F.P. habría justificado en razón de la necesidad de operaciones de trading, debe expresarse lo siguiente. En primer término, toda vez que no se acompañó el antedicho documento a este procedimiento no es posible conocer los fundamentos de la necesidad de la A.F.P. de haber hecho trading ni tampoco se han mencionado operaciones específicas en las que se haya realizado. En segundo lugar, debe decirse que el objetivo de la realización del trading es poder aprovechar situaciones coyunturales de otros agentes para realizar utilidades en el más corto plazo, cuestión que no se dio en los casos analizados por este Organismo, en que se observó precisamente lo contrario. Por lo demás, en los descargos no se citan ventas de instrumentos por Magíster con utilidad de los papeles en fechas cercanas, lo cual permitiría presumir la existencia de trading.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

De ese modo, consta no se ha justificado la conducta de Magíster en las operaciones cuestionadas y, con ello, se ratifican los hechos en que se fundan los cargos imputados en este procedimiento, y que la responsabilidad de Scotia en los mismos dice relación con su participación en cadenas de transacciones donde en forma sistemática se realizan ventas “baratas”, compras “caras” y ventas “baratas” con recompras “caras” por la A.F.P. y en las cuales Scotia se prestó -en parte importante de ellas-, con su acuerdo previo, para la materialización de las mismas, llevando las utilidades a Dareza.

d) En cuanto al uso de telerenta, no es efectivo que este Servicio haya cuestionado su validez como mecanismo de transacción, sino lo que se ha objetado en este caso como una forma de poner en su real contexto lo irregular de las operaciones es que quienes transaron por él, no buscaron maximizar sus utilidades, y por el contrario, al comparar las compras de Scotia con el total de transacciones de instrumentos de similares características, se demuestra que las transacciones siempre se efectuaron a precios que se alejaban de los precios promedio ponderados vigentes en el mercado y en desmedro de los fondos de pensiones administrados por Magíster.

El objetivo de telerenta es poder transar grandes volúmenes cuando se tiene una referencia del precio de los papeles en remate, pero bajo el supuesto que las contrapartes persiguen maximizar sus beneficios, cuestión que no ocurrió en la especie respecto de los fondos de pensiones administrados por Magíster ni tampoco por Scotia. En tal sentido, este Organismo no ha objetado al sistema telerenta en sí, sino el mal uso que se le dio al ser utilizado como herramienta para calzar operaciones, permitiendo la manipulación de los precios.

De este modo, el uso de telerenta en estos casos es absolutamente indiciario del hecho que los precios de los instrumentos no fueron determinados por la actividad propia del mercado, sino por acuerdo entre las contrapartes. Avala esta tésis, la circunstancia que en las operaciones se observó que pasaron sólo unos pocos segundos entre la oferta de los papeles y su calce por las mismas partes.

e) En cuanto a las pérdidas sufridas por Magíster, debe aclararse que éstas provienen de la existencia de operaciones descritas en el numeral 4° de esta Resolución, en las que -según indicó el subgerente de Inversiones Locales de Magíster en la época que ocurrieron los hechos- el objetivo fue transar a precios desalineados con el mercado para afectar a las A.F.P.s de la competencia que tenían una mayor concentración relativa en dichos papeles, bajo el expediente de alterar el algoritmo de valorización de los mismos conforme las instrucciones dadas por la SAFP para la valorización de los instrumentos que conforman las carteras de las A.F.P.s y cuyas operaciones tuvieron tal efecto. Así, lo ratificó el informe del Departamento de Mercado y Riesgo de la División Financiera de la SAFP contenido en Oficio Ordinario N° 16683 de 14 de Septiembre de 2004, toda vez que según señala la estrategia de transacción utilizada permitió influir en el algoritmo de valoración de esa Superintendencia, afectando el precio de los instrumentos utilizados para valorizar al significar un cambio en las tasas de referencia que son tomadas en cuenta para determinar los precios de los instrumentos en que invierten los fondos de pensiones y que constituyen la base de valorización de las respectivas carteras.

Como se desprende de lo anterior, una cosa son las pérdidas efectivas y realizadas por la venta de los papeles a un precio desalineado con el mercado y otra muy distinta es la utilidad que se obtiene por valorizar la totalidad de su cartera conforme a los precios publicados por la SAFP. El objetivo de la normativa de la SAFP es dar uniformidad a la valorización que hacen todas las A.F.P.s de sus inversiones en IRF e IIF, pero la utilidad sólo se materializa cuando se vende un papel al precio que en esos momentos está en el mercado. En ese sentido, los descargos incurrir en una confusión dado que asimila las pérdidas sufridas por los fondos de pensiones por las transacciones investigadas con la utilidad derivada del beneficio comercial para la AFP producto de la valoración de toda la cartera de Magíster.

A. Libertador Bernardo
O'Higgins 1439
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla: 1167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En cuanto a la afirmación de sus descargos relativa a que las pérdidas de los fondos de pensiones no le serían imputables y que no es su función velar por los intereses de esos fondos, debe expresarse que lo que se ha reprochado en este caso es la participación de Scotia en una serie de operaciones realizadas concertadamente con las mismas contrapartes en las que su accionar favoreció la ejecución de operaciones de inversión o enajenación por Magíster para marcar el precio de sus instrumentos, en contravención a la prohibición de convenir operaciones fuera de rueda y sin pregón y, con ello, facilitando que las utilidades producto de este concierto se radicaran en Dareza.

Por lo demás, según consta de los documentos acompañados por Scotia en este procedimiento, correspondientes a piezas de la causa civil llevada ante el 6° Juzgado Civil de Santiago por demanda de indemnización de perjuicios, se desprende que A.F.P. Planvital, continuadora de Magíster, ha interpuesto demanda en contra de las partes involucradas en estas operaciones por estimar que las mismas causaron daño al fondo de pensiones que administraba Magíster, siendo con ello evidente que la alegación de Scotia en cuanto a que la propia administradora habría sostenido la regularidad de estas operaciones, resulta del todo injustificada.

f) En cuanto a la obtención de utilidades sólo marginales por parte de Scotia por estas operaciones y cuya existencia y monto se acredita mediante peritaje contable acompañado al procedimiento administrativo por presentación de 18 de Mayo del presente, debe expresarse lo siguiente. Indudablemente es efectivo que el resultado económico de las operaciones es un efecto excluyente y privativo de la corredora, su administración, socios y accionistas como se expresa en los descargos. Sin embargo, lo que en este caso se ha cuestionado es que mediante acuerdos previos respecto de los instrumentos y las tasas en que estos se transarían, se realizaron una serie de operaciones en las cuales Scotia no maximizó sus utilidades -toda vez que pudo haber vendido a precios más altos-, situación que queda en evidencia cuando posteriormente vende fuera de bolsa los mismos papeles a Covarrubias mandante Dareza, manteniendo los precios bajos, hasta que Dareza, tras transacciones sucesivas con Covarrubias, los saca a remate a un precio substancialmente superior. En ese sentido, la obtención de utilidades marginales por Scotia a que se ha referido este Organismo dice relación con las ganancias logradas por la corredora en operaciones donde no buscó los mejores precios para papeles que en un momento pertenecieron a su portafolio.

A este respecto, valga señalar que no es efectivo que este Servicio haya propugnado que sea un deber de los intermediarios obtener un máximo de utilidades a todo evento en el corto plazo y por cada una de sus transacciones, sino que el cuestionamiento obedece a que esos beneficios menores respondieron a un efecto que se enmarca en el contexto de operaciones concertadas por las partes como se desprende del mérito del procedimiento.

En tal sentido, basta apreciar lo señalado por el operador de Covarrubias ante este Organismo en declaración de fecha 5 de Octubre de 2004 en cuanto expresó: *"Se toma una orden de comprar o vender un papel por cuenta de un tercero. En general, es por teléfono. En el caso de Dareza, él [el Sr. Zamora] llega con sus negocios hechos. A veces, se le da financiamiento y se hace el negocio"*. Más adelante, y consultado sobre las operaciones expresó *"Por la fecha claramente soy yo. Esto lo arma el cliente. Las hace directamente el señor Zamora. Yo sólo hago la operación"....."El señor Zamora me ordena comprar o vender al mercado, o al Sudamericano, por fuera o por telerenta. Ha sido indistinto y están todas las modalidades"*. Lo antes transcrito, ratifica el concierto entre las partes y, con ello, explica la falta de maximización de las utilidades de Scotia debida a que las operaciones estaban previamente acordadas en términos tales que las ganancias quedarán principalmente en manos de Dareza, lo cual no se habría producido sin la participación de tal corredora.

Asimismo, se ratifica tal concertación según lo observado por este Organismo en el análisis de las transacciones investigadas, donde 3 de los casos descritos en el iii) de la letra b) del numeral 4° de este oficio, Scotia efectuó compras a Covarrubias

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56 2) 473 4000
Fax: (56 2) 473 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

mandante Dareza en las cuales se había elevado el precio de los papeles, para posteriormente venderlos en remate a Magíster a precios superiores al observado para papeles de similares características, obteniendo Scotia utilidades marginales y donde coincidentemente la utilidad principal queda en Dareza.

De ese modo, la distribución de utilidades entre las contrapartes por tales transacciones y la circunstancia que Scotia, no maximizó los precios de los papeles que transó obteniendo utilidades marginales por ellas, constituyen antecedentes absolutamente plausibles que, unidos a los demás elementos que caracterizan a estas transacciones, permiten establecer la existencia de acuerdo entre las partes.

g) En cuanto a la infracción al artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago y que según Scotia se habría fundado en una serie de juicios de valor no justificados y que este Organismo abandona al momento de formular los cargos por infracción a tal dispositivo, debe decirse lo siguiente. Las calificaciones que este Organismo virtió en el oficio de cargos se desprenden de los elementos fácticos que tuvo a la vista al analizar las operaciones investigadas y que conforme el artículo 35 de la Ley N° 19.880 constituyen apreciaciones en conciencia de este Servicio en relación a los hechos y características relevantes de que daban cuenta las transacciones cuestionadas. Desde tal perspectiva, son precisamente tales hechos y características las que permitieron a este Organismo presumir fundadamente la existencia de operaciones concertadas entre las partes, dando lugar a la imputación por infracción al artículo 126 del Reglamento.

h) Acerca de la inaplicabilidad del artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago a este caso por tratarse de operaciones en IRF a IIF que estarían contenidas en la excepción a la prohibición de dicho dispositivo en razón de la norma del artículo 177 del mismo Reglamento, haciendo dicha prohibición sólo aplicable a las operaciones en acciones que se hayan concluido, cerrado o ajustado fuera de rueda, debe decirse lo siguiente.

La norma del artículo 126 del Reglamento responde a la necesidad de que las transacciones que se realicen a través de la bolsa, sea remate, telerenta o remate holandés, sean sólo el resultado del encuentro de las fuerzas de oferta y demanda en la rueda, lo que unido a los requisitos de información y difusión exigidos por la Bolsa, garantizan que el precio resultante sea el precio de mercado. En ello radica el fundamento de la prohibición contenida en dicha disposición y cuyo objetivo final es la existencia de un mercado abierto, libre, informado, transparente, igualitario y competitivo, condiciones por cuyo eficaz cumplimiento debe velar este Organismo.

El artículo 8° del Manual de Operaciones de Renta Fija e Intermediación Financiera de la Bolsa de Comercio de Santiago, aprobado por este Servicio y vigente desde el 1° de Junio de 1987, establece:

"Las transacciones en rueda de IRF e IIF inscritos en Bolsa y que no se encuentren suspendidos se realizarán diariamente mediante el remate habitual o a través de los sistemas computacionales de remate electrónico, de calce automático de ofertas a firme (Telerenta) o de remate holandés".

De ese modo, conforme el mérito de la disposición antes citada consta que las operaciones de IRF e IIF efectuadas por telerenta constituyen operaciones en rueda, por lo cual su realización se encuentra afecta a la prohibición de realizar acuerdos o convenios al margen de ésta.

Lo anterior en nada se opone a la norma del artículo 177 del Reglamento de la Bolsa, a que alude Scotia, en cuanto establece que las operaciones de IRF e IIF podrán efectuarse por remate o como operación fuera de rueda, sin excluir la posibilidad que se

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla: 2167 Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

realicen a través de otro mecanismo como telerenta o remate holandés, y que conforme a la norma especial contenida en el referido artículo 8° del Manual de Operaciones de IRF e IIF de la Bolsa, se encuentran expresamente autorizados como operaciones en rueda, conforme así ha sido interpretado administrativamente por este Servicio en uso de la facultad expresa que le confiere la letra a) del artículo 4° del D.L. N° 3.538.

De esa manera, la interpretación que efectúa Scotia en sus descargos reduciendo el ámbito de aplicación del artículo 126 del Reglamento sólo a las operaciones en acciones inscritas en el Registro de Valores resulta del todo ajena a la normativa específica que regula la materia, y se aleja del espíritu y objetivo de la prohibición en cuestión.

Por lo demás, en este caso lo que se ha cuestionado son operaciones efectuadas por Scotia con A.F.P. Magíster, la que como tal tenía la obligación de transar sus papeles en bolsa, siendo con ello evidente que si bien la corredora efectivamente puede potencialmente materializar sus operaciones fuera de rueda -es decir, con acuerdo directo, libre y completo en torno a cantidad, naturaleza de los valores, precio y forma de pago-, el caso es que por efecto de la obligación de las A.F.P.s de operar sólo en bolsa, las transacciones acordadas previamente entre Scotia y Magíster vulneran la norma prohibitiva del artículo 126.

Por otra parte, es menester aclarar la inconsistencia en que incurren los descargos cuando se sostiene que la prohibición del artículo 126 del Reglamento admitiría sólo como excepciones los casos expresamente previstos en el Reglamento -que contemplan las transacciones y compraventas de IRF o acciones fuera o al margen de los sistemas bursátiles- debiendo entenderse que aquella comprende sólo a las operaciones de compraventa o a las transacciones que se efectúen fuera de la bolsa, pero no a los acuerdos entre corredores que persigan una finalidad de negocios y que se cierran o convienen en rueda de bolsa. Tal inconsistencia está dada porque es imposible que se realice un negocio fuera de bolsa sin acuerdo previo entre las partes, pero lo que persigue el artículo 126 es que no exista acuerdo previo cuando las operaciones de negocios se cierran en la rueda de la bolsa.

i) En lo que se refiere a la legitimidad de la posible concertación entre las partes que se alega en los descargos como una práctica bursátil normal debe expresarse lo siguiente. Existen hechos objetivos y probados en el procedimiento administrativo que demuestran la existencia de una serie de transacciones que fueron efectuadas por una parte -Magíster- con la intención de marcar precios, para lo cual se sirvieron del apoyo de corredoras de bolsa del mercado -Scotia y Covarrubias- con las que concertaron las operaciones de modo tal de poder llevar a efecto una cadena de transacciones a precios desalineados con el mercado, que les permitió llevar la utilidad principal a sociedad de inversiones Dareza, quien las realizó en gran medida por el financiamiento que le procuraba Covarrubias. Dado lo anterior, no resulta admisible tal suerte de concertación que en los descargos se pretende presentar como una práctica legítima del mercado.

Todo ello, sin perjuicio de que en el procedimiento se encuentra acreditado -y no ha sido discutido- el conocimiento previo entre el señor Zamora, representante legal de Dareza, con el señor Luis Díaz, ex subgerente de inversiones locales de Magíster, con el señor Gino Tirapegui, ex gerente de la mesa de dinero de Scotia, y con el señor Baeza, operador de acciones y renta fija de Covarrubias, como asimismo el conocimiento entre los demás involucrados en los hechos entre sí, como un elemento que viene a fortalecer la presunción de concertación para la realización de estas operaciones.

10.- Que, en consecuencia, durante el procedimiento administrativo llevado a efecto por este Servicio, no se formularon alegaciones ni se rindieron pruebas capaces de justificar la existencia de una serie de operaciones en un período acotado de tiempo realizadas

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla 2167 - Correo 71
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

entre las mismas partes, en que se usó un mecanismo que permite fijar los precios (telerenta) que resultaba propicio para transar a precios previamente concertados, en que las órdenes de compra y venta eran casi simultáneas y en que la corredora realizó sostenidamente operaciones con instrumentos de cartera propia a precios desalineados con el mercado, evidenciándose que en muchas de ellas no utilizó precios que maximizaran sus utilidades.

Conforme lo precedentemente expresado, no cabe sino desechar todas las alegaciones dadas por Scotia en sus descargos, desde que no logra alterar el valor probatorio de los antecedentes que conforman el expediente administrativo seguido en su contra, sin perjuicio de que durante el procedimiento no efectuó un examen de las operaciones cuestionadas ni entregó argumentos que permitan desvirtuar la existencia de un concierto que permitió a Magíster manipular el precio de los instrumentos que transaba la A.F.P. y muy por el contrario adjuntó antecedentes, como las declaraciones de los fiscalizadores de la SAFP ante el 6° Juzgado Civil de Santiago, cuyas testimoniales ratifican las conclusiones a que ha arribado este Organismo.

11.- Que, del conjunto de antecedentes ya mencionados y que provienen de hechos reales y probados, múltiples, precisos, directos y concordantes, es posible presumir de manera grave, suficiente y fundadamente que las operaciones realizadas por Scotia no pudieron llevarse a cabo sino gracias al concierto entre las partes que las realizaron, siendo factible establecer la existencia de acuerdo entre ellas respecto de los instrumentos transados y los precios en que se realizaron dichas transacciones, mecanismo para el cual se utilizó telerenta como forma de asegurar los precios desalineados al mercado, y en que siempre resultaron gananciosas las mismas partes.

Tal acuerdo queda demostrado en virtud de los referidos antecedentes, así como de la circunstancia que en todas las operaciones cuestionadas la división de utilidades se distribuyó, generalmente, con un porcentaje cercano de un 70% para Darez, un 20% para Covarrubias, participaciones marginales de Scotia y otros agentes eventuales y siempre con pérdidas para los fondos de pensiones. Esto último constituye un antecedente irrefutable de la existencia de una conducta repetida de las partes para la realización de las operaciones que obliga forzosamente a concluir que Scotia participó en actos tendientes a realizar operaciones en rueda previo acuerdo con sus contrapartes.

12.- Que, resulta inaceptable que en el mercado de valores se efectúen transacciones en bolsa previamente acordadas a precios desalineados con el mercado, hechos que dan lugar a una transgresión flagrante a la norma legal y, además, a los principios fundantes sobre los cuales funciona el mercado de valores, sin perjuicio de la vulneración al marco normativo que regula a las A.F.P.

13.- Que, la normativa que regula el mercado de valores está orientada en orden a que éste funcione sobre la base de la libre formación de los precios, los cuales no deben sino ser el resultado del encuentro de las fuerzas de oferta y demanda.

De ese modo, cualquier actuación tendiente a concertar precios para los instrumentos a transarse en rueda vulnera las bases que dan razón a la existencia de la bolsa de valores como un mercado regulado, con garantía de igual información para todos sus agentes y constituido para ser el punto de encuentro entre oferentes y demandantes con el legítimo interés de hacer negocios y obtener ganancias.

De ahí la necesidad de sancionar estas acciones como la única forma de tener un mercado competitivo, equitativo, ordenado, unificado, abierto, informado y transparente, siendo obligación de esta Superintendencia velar por el cumplimiento de las normas que permitan la realización efectiva de esas condiciones.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

14.- Que, del mérito de los hechos expuestos, consta que la conducta de Scotia Corredores de Bolsa S.A. vulnera el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, que dispone: *"No se podrán convenir operaciones al margen de la rueda y sin pregón, sino en los casos expresamente previstos en el presente Reglamento"*.

Que, los hechos antes mencionados atentan, además, contra la existencia de un mercado competitivo, transparente y equitativo, principios fundantes de la Ley de Mercado de Valores de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 39 de la Ley 18.045, puesto que a través de acuerdos como los descritos, se evita que otros partícipes del mercado puedan acceder en igualdad de condiciones a participar en determinadas operaciones y, eventualmente, adjudicárselas.

15.- Que, para el dictamen de la presente Resolución se han tenido en consideración todos los antecedentes que obran en el procedimiento administrativo correspondiente y la normativa legal y reglamentaria vigente.

RESUELVO:

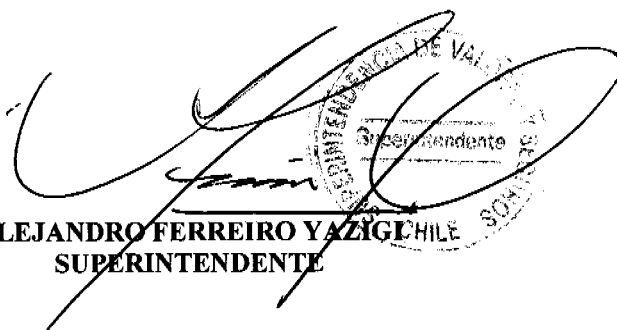
1.- Aplíquese a sociedad de inversiones Scotia Corredores de Bolsa S.A. la sanción de multa, a beneficio fiscal, ascendente a UF. 300, pagaderas en su equivalente en pesos a la fecha efectiva de su pago, por infracción a lo dispuesto en el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago.

2.- El pago de la multa deberá efectuarse en la forma prescrita en el artículo 30 del D.L. N° 3.538, de 1980.

3.- El comprobante de pago deberá ser presentado a esta Superintendencia para su visación y control, dentro del plazo de cinco días hábiles de efectuado el pago.

4.- Se hace presente que contra la presente Resolución procede el recurso de reclamación establecido en el artículo 30 del D.L. N° 3.538, el que debe ser interpuesto ante el Juez de Letras en lo Civil que corresponda, dentro del plazo de diez días hábiles contado desde la notificación de la presente resolución, previa consignación del 25% del monto total de la multa, en la Tesorería General de la República.

Anótese, comuníquese y archívese.


ALEJANDRO FERREIRO YAZIGI
SUPERINTENDENTE

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4000
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl