



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hoy se resolvió lo siguiente

**REF.: APLICA SANCION DE MULTA A
DEUTSCHE SECURITIES CORREDORES
DE BOLSA S.A.**

RES. EXENTA N° 575

24 DIC 2004

VISTOS: Lo dispuesto en los artículos 3°, 4° y 28 del D.L. 3.538, artículo 39 de la Ley 18.045, artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, en el número 2.5.1 de la Sección B y en el numeral 2.2.2.1 del Manual de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago y en la Norma de Carácter General N° 131 de esta Superintendencia.

CONSIDERANDO:

1.- Que, esta Superintendencia analizó los hechos relacionados con un posible acuerdo logrado fuera de bolsa entre Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa, en adelante Larraín Vial, y Deutsche Securities Corredores de Bolsa Ltda., en adelante Deutsche Securities, durante el proceso de colocación de acciones de Comercial Siglo XXI S.A. (La Polar), para la compra por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones, en adelante AFP's de las acciones antes mencionadas.

2.- Que, por Oficio Ordinario N° 07985 de 30 de agosto de 2004, esta Superintendencia formuló cargos a Deutsche Securities.

3.- Que, por presentación de 7 de septiembre de 2004, Deutsche Securities formuló sus descargos y aportó los antecedentes que estimó pertinentes a sus intereses.

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) El día 16 de septiembre de 2003, Larraín Vial, en su calidad de agente colocador de la emisión de acciones de Comercial Siglo XXI, según lo establece el respectivo prospecto de emisión, determinó de acuerdo al cálculo de asignación de acciones, el número de éstas que le correspondían a cada inversionista que directamente o a través de otros corredores, participó en la confección de un libro de órdenes facilitado por la Bolsa de Comercio de Santiago.

b) La colocación de dichas acciones fue efectuada ese mismo día por Larraín Vial, mediante una operación fuera de bolsa, salvo por aquella parte a ser asignada a las AFPs. En ese momento, Larraín Vial detentaba la orden de venta de Comercial Siglo XXI S.A., como así también, y al mismo tiempo, la de compra por parte de las AFPs.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

c) Respecto de la materialización de la colocación para las AFPs, esta se efectuó a través del sistema de telepregón de la Bolsa de Comercio de Santiago, donde, Larraín Vial actuó como comprador por cuenta de las AFPs, y Deutsche Securities, como vendedor por cuenta de Comercial Siglo XXI S.A..

d) A la operación anterior se llegó en virtud de un acuerdo previo realizado por ambas corredoras, de acuerdo a lo expuesto por las mismas en cartas entregadas ese mismo día a este Organismo. Dicho acuerdo consistió en que Comercial Siglo XXI S.A. aparecería vendiendo a través de Deutsche Securities y Larraín Vial mantendría su calidad de intermediario para la compra por las AFPs interesadas en adquirir dichas acciones.

e) Producto del acuerdo citado anteriormente, se ejecutaron dos transacciones con acciones de La Polar en el sistema de Telepregón de la Bolsa de Comercio de Santiago, por la cantidad de 3.200.000 y 670.807 unidades a un precio de \$ 520 cada una. En ambas operaciones actuó Deutsche Securities como vendedor y Larraín Vial como comprador.

f) De acuerdo al sistema de ingreso de ofertas y operaciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, el día citado, a las 09:40:51.94 Larraín Vial ingresó una oferta de compra de acciones de La Polar por 3.200.000 acciones y a las 09:40:52.30 ingresó otra oferta de compra por 670.807 acciones. A las 09:40:52.70 Deutsche Securities calzó la primera oferta de compra y a las 09:40:53.09 calzó la segunda oferta de compra.

Respecto la operación descrita en el párrafo anterior, es necesario observar que se ingresaron primero las ofertas de compra y que ambas fueron calzadas menos de un segundo después de su ingreso, así como que, al momento del ingreso de la oferta de compra, no existían acciones de La Polar transándose en el mercado.

g) Para dar cumplimiento al acuerdo entre las corredoras, ése mismo día, Comercial Siglo XXI S.A. solicitó a Larraín Vial transferir 3.870.807 acciones a la custodia de Deutsche Securities en el Depósito Central de Valores, para que éste las vendiera por cuenta de su emisor en la Bolsa. La operación fue efectuada contado normal, liquidándose el día 22 de septiembre de 2003, fecha en que además se produjo el traspaso de los títulos a Larraín Vial y este a su vez, a las AFPs.

h) Por la operación antes indicada, Deutsche Securities obtuvo una comisión ascendente a \$ 2.012.820, mientras que Larraín Vial no cobró comisión a las AFPs.

5.- Que, de los hechos antes descritos, se pudo concluir que:

a) Deutsche Securities, con el acuerdo logrado con Larraín Vial para la realización de la operación en rueda, ayudó a impedir que existiera un tiempo mínimo de difusión de las ofertas, para que éstas fueran conocidas por terceros. Es así que, siendo Larraín Vial el agente colocador de la emisión de Comercial Siglo XXI, y a su vez detentor de las órdenes de compra de las AFPs, para efectuar la operación en una Bolsa de Valores, correspondía que ella fuera realizada mediante un mecanismo que asegurara este tiempo mínimo de difusión de las ofertas, sea a través de una instancia de remate, licitación o de pregón con difusión bajo la modalidad de orden directa, en adelante



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

OD. Así, respecto a este último tipo de operaciones, lo establece la Norma de Carácter General N° 131 de 12 de marzo de 2002 de esta Superintendencia, disposiciones a su vez contenidas en el número 2.5.1 de la Sección B del Manual de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, donde se establece que estas operaciones por el monto involucrado deben tener una difusión de 2 a 30 minutos, dependiendo de la estrategia que utilice el intermediario (tamaño de las ofertas ingresadas en el sistema de negociación y divisibilidad de las mismas).

b) Deutsche Securities, en concomitancia con Larraín Vial, estructuraron la operación que se realizó en el telepregón de tal modo que se minimizó la posibilidad de que el proceso realizado fuera efectivamente competitivo. Así, por una parte, evitaron la difusión dispuesta en el numeral 2.2.2.1 del Manual de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, que indica que las que las operaciones de un solo lote de acciones o de sus derechos preferentes de suscripción de montos superiores a UF 100.000, deben efectuarse a través de los sistemas de ofertas a firme en bloque, remate o licitación, con una difusión mínima de 30 minutos, al dividir el paquete de acciones en dos partes, de manera que ninguno de ellos alcanzara el valor de UF 100.000, facilitando así, la realización del acuerdo materializado con Larraín Vial e impidiendo el conocimiento de la realización de esta operación a terceros eventualmente interesados.

c) Deutsche Securities, con el acuerdo logrado con Larraín Vial, facilitó que se evitara el cruce de la operación por terceros no informados del interés del agente colocador de ofertar en bolsa parte de las acciones de la colocación, lo que se demuestra por el ingreso previo de la oferta de compra por parte de Larraín Vial, a \$ 520 por acción, y su posterior calce con la oferta de venta ingresada inmediatamente por Deutsche Securities, situación que además quedo claramente demostrada al observar el posterior registro de otros corredores de bolsa de órdenes de compra en el sistema de telepregón a mayores precios, desde los mismos \$520 por acción hasta en forma creciente llegar a los \$580, precio al que se efectuó una operación a las 16:06 horas del mismo día.

d) Deutsche Securities, con el acuerdo logrado con Larraín Vial, auxilió a este último corredor para hacer aparecer la transacción previamente acordada como una operación bursátil, bajo condiciones que evitaban la difusión previa requerida, y sin oportunidad de participación de terceros, contraviniendo así lo indicado en el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, el que dispone que no se pueden convenir operaciones al margen de la rueda y sin pregón.

6.- Los hechos antes mencionados, atentan 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 el descrito, se evita que otros partícipes del mercado puedan acceder en igualdad de condiciones a participar en una determinada oferta y, eventualmente, adjudicársela.

7.- Que, invocar como descargos que:

a) Debía otorgársele un acceso igualitario a todos los interesados, entre ellos a las AFP's, de acuerdo a criterios objetivos, ya que de lo contrario se producirían asimetrías injustificadas en el trato que se daba a inversionistas y, por lo tanto, una discriminación arbitraria en contra de un sector fundamental de inversionistas destinados a la oferta: Los fondos de pensiones; lo anterior, debido a que la modalidad adoptada por Larraín Vial para colocar las



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

acciones fuera de bolsa presentaba la dificultad de que las AFP's sólo pueden adquirir acciones en el mercado secundario formal; no puede aceptarse, ya que el mercado por sí solo permite la participación igualitaria de todos los interesados en participar en una determinada transacción, ello siempre que todos los partícipes cuenten con la misma información, de manera que si se quería otorgar una participación igualitaria a las AFP's, debía haberse buscado otro método para llevar a cabo esta transacción o simplemente si se deseaba actuar en bolsa, se debía haber dejado actuar al mercado, teniendo en consideración las normas sobre publicidad de las ofertas.

Adicionalmente, es necesario señalar que no se puede hablar en este caso de discriminación arbitraria debido a que el mecanismo de adjudicación que contempla la bolsa para las transacciones que se efectúan en ella, es competitivo y transparente por sí mismo.

b) El precio de la adquisición de las acciones de las AFP's debía ser el mismo que se aplicara a las demás adquisiciones, de manera que los fondos de pensiones no sufrieran perjuicio por el hecho de que su adquisición se realizara en Bolsa; no es posible de aducir, dado que si existe la obligación de que las AFP's transen en bolsa, implica que las mismas deben asumir las reglas que derivan de transar en ella, es decir, deben asumir las fluctuaciones de precio a las que pueden estar afectas las acciones.

c) Debía asegurarse que la venta en bolsa de las acciones no fuera utilizada de manera oportunista por terceros como una ocasión de obtener un privilegio por sobre los demás inversionistas que habían participado en el proceso, haciéndose de más acciones que aquellas que les correspondían por la aplicación estricta de la regla de la prorrata; no es aceptable, debido a que nada impide que un inversionista adquiera en la bolsa un determinado número de acciones, incluso posteriormente a la asignación de las mismas vía prorrata. No existe prohibición de adquirir o vender una vez hecha la asignación.

d) Para asegurar el acceso a las acciones por parte de las AFP's y efectuar la venta en bolsa en los mismos términos y precio de venta que a la generalidad de los inversionistas, los asesores de La Polar, Larraín Vial, consultaron a Deutsche Securities si podía representar a La Polar como vendedor de las acciones en bolsa a través del mecanismo del telepregón. Una vez que Deutsche Securities accede, La Polar le impartió la correspondiente orden de venta a un precio de \$ 520 por acción.

Lo señalado anteriormente, en definitiva indica que Deutsche Securities accedió a la propuesta efectuada por Larraín Vial, por lo tanto, hubo un acuerdo y conversaciones previas, lo que se encuentra prohibido de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago.

e) Ni el Reglamento ni el Manual de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores exigen utilizar un mecanismo de transacción determinado y que La Polar y Larraín Vial eran libres para cualquiera de los mecanismos permitidos.

Respecto de este argumento, es menester indicar que no es posible admitirlo, ya que si bien los intermediarios mencionados eran libres de utilizar



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

cualquiera de los mecanismos dispuestos por la normativa para efectuar una transacción en bolsa, no se puede manejar o utilizar dicho mecanismo como consecuencia de un acuerdo previo, ni menos que a consecuencia de dicho acuerdo se intente forzarlo con el fin de que aparezca como si se hubiera realizado una transacción bursátil, cuando esa no era la intención de las corredoras involucradas.

f) La operación se realizó de esa manera con el objeto de asegurar los principios de objetividad, transparencia y trato igualitario entre todos los interesados, ya que de no hacerlo de esa manera, habría significado excluir a los fondos de pensiones con la consecuente e injustificada asimetría en el trato que se debe dar a los inversionistas; no es admisible, debido a que, tal como se mencionó anteriormente, el funcionamiento normal del mecanismo de mercado asegura los principios de objetividad, transparencia y trato igualitario, siempre que no existan asimetrías de información entre los posibles inversores, de manera que no resulta atendible que se induzca o fuerze al sistema en defensa o con privilegios para las AFP's.

g) La potestad sancionatoria del Señor Superintendente puede y debe ejercerse cuando exista una infracción a un deber o prohibición establecido en alguna de las normas que rijan a la entidad fiscalizada. Tal como lo reconoce el oficio en que se formulan cargos, Deutsche Securities no ha incurrido en infracción alguna; no es aducible, ya que en el caso en cuestión existe infracción al artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, y a consecuencia del mismo, se vulneraron los principios fundantes de la Ley de Mercado de Valores, los que se encuentran contenidos en el artículo 39 de la Ley 18.045.

h) Se acusa a Deutsche Securities, no de haber infringido un deber o prohibición establecido en la normativa que la rige, sino que de haber atentado contra un principio general de transparencia; no puede ser aceptado, ya que Deutsche Securities no sólo infringe un principio general de transparencia, si no que infringe una disposición reglamentaria y con motivo de la transgresión a dicha disposición reglamentaria es que atenta contra el principio de transparencia.

i) En un Estado de Derecho, las sanciones sólo pueden aplicarse a conductas explícita y claramente tipificadas como infracciones. Ese es un principio garantizado ya en la misma Constitución Política de la República (artículo 19N° 3).

Relativo a la argumentación anterior, es necesario expresar que, en el caso en cuestión, existe una infracción a una conducta que está claramente tipificada como infracción en una disposición reglamentaria, de manera que no es posible aceptar este argumento.

j) El artículo 28 del D.L. 3.538 no se remite siempre a la Ley para establecer las conductas sancionables, sino que en algunos casos lo hace en relación a normas inferiores. Sin embargo, mantiene, en todo caso, la exigencia de una tipicidad básica en el sentido que, a lo menos, la conducta debe estar expresamente descrita como infracción en una norma: Las sanciones allí establecidas sólo proceden en el caso de "*infracciones a las leyes, reglamentos, estatutos y demás normas que las rijan*". Si, como establece el mismo oficio que aquí se contesta, no ha habido infracción a un deber de conducta establecido en la normativa, resulta improcedente aplicar sanción alguna.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La explicación anterior, no puede aceptarse, ya que en el oficio de cargos se deja claramente establecido que existe una infracción a un deber, el que se encuentra dispuesto en el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago e indica que no se pueden convenir operaciones al margen de la rueda y sin pregón. Dicho deber, está claramente tipificado y está descrito como infracción a una norma contenida en un reglamento.

Adicionalmente, la contravención de dicha norma lleva aparejado la vulneración a los principios fundantes la de Ley de Mercado de Valores, como es la transparencia, equidad y competitividad que debe primar en toda transacción que se realice en el mercado.

k) Corresponde a las bolsas y a la autoridad el establecimiento de las normas relativas a los deberes y prohibiciones de los corredores en conformidad con los objetivos señalados en el inciso 1º del artículo 39; y a los corredores corresponde cumplir fielmente esas normas. Respecto a este punto, es necesario indicar que, en virtud de lo dispuesto por el artículo 39, la Bolsa de Comercio de Santiago dictó un Reglamento, el que dispone en su artículo 126 que no se pueden convenir operaciones al margen de la rueda, es decir, estableció una prohibición para los corredores de bolsa, la que fue vulnerada mediante el acuerdo logrado fuera de rueda entre Deutsche Securities y Larraín Vial.

l) El oficio en que se formulan los cargos reprocha la forma en que se actuó porque no se habría dado oportunidad de participar a terceros. Sin embargo, resulta evidente que los terceros sí tuvieron plena oportunidad de participar en la adquisición de acciones de La Polar; lo que sucede es que debían hacerlo en igualdad de condiciones con el resto, inscribiéndose en los libros de órdenes respectivos, a través de un corredor, en el proceso público, competitivo y transparente que se diseñó y al que se sometieron todos los inversionistas. En consecuencia no se privó a ningún tercero de la oportunidad de participar en igualdad de condiciones en el proceso.

Respecto del argumento antes indicado, es preciso señalar que se considera el proceso de colocación de la Polar, tanto fuera de rueda como en bolsa, como un solo procedimiento. Sin embargo, es necesario señalar que éstos procedimientos son distintos, de manera que no puede entenderse que el proceso en bolsa cumplía las mismas condiciones del que se realizó fuera de rueda. Es decir, no por el hecho que el proceso de adjudicación fuera de rueda contaba con las características de publicidad, competitividad y transparencia que la ley exige, implica que el proceso realizado en bolsa cumple necesariamente dichos requisitos.

m) Más aún es un hecho que la venta misma de las acciones en bolsa para los fondos de pensiones no provocó perjuicio alguno. Desde ya, todos los interesados tuvieron siempre el derecho de adquirir las acciones de La Polar bajo el sistema generalmente aplicado. Cualquier interesado, con la información pública que existía, pudo haber colocado hasta las 9:40 de la mañana del 16 de septiembre una orden de compra de esas acciones en la bolsa. Restricciones no hubo, de ninguna especie. Consta al Señor Superintendente que cuando Larraín Vial adopta la decisión de efectuar la operación fuera de bolsa, no escapó a ningún agente ni a la prensa que cualquier venta que se hiciese a los fondos de pensiones debería realizarse necesariamente a través de bolsa; de manera que cualquier interesado tuvo plena oportunidad de anticipar la operación manifestando su intención de compra de las acciones.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Respecto la explicación antes transcrita, se requiere indicar que dada la falta de publicidad acerca de la venta de estas acciones para las AFP's, los demás actores del mercado no sabían cuando se iba a llevar a cabo este procedimiento, no tenían conocimiento del total de acciones que se iban a vender, ni tampoco el precio de las mismas, lo que se comprueba con el hecho de que no aparecieron en ese momento otras órdenes que de acuerdo al sistema de calce hubieran podido llevarse las acciones.

n) Se había suspendido la licitación de acciones de La Polar el día 12 de septiembre de 2003, precisamente por falta de difusión que, era necesaria para la transparencia y competitividad del proceso y que debido a ello, y ante la falta de intervención de la autoridad, la opinión general respecto de la operación que en definitiva se concretó fue que cumplía con los requisitos necesarios de transparencia, equidad y competitividad. Claro está que la venta respecto de la cual se imputa infracción a Deutsche Securities era parte integral de la operación global de la colocación de acciones que ejecutó La Polar.

El argumento antes expuesto, no puede ser aceptado ya que la intervención de la autoridad para la revisión de un procedimiento determinado no se limita sólo a una actuación ex ante, si no que también la acción puede darse ex post y no por el hecho de que esta Superintendencia no actúe en un determinado momento, debe interpretarse que dicha actuación está aprobada implícitamente por este Organismo o que cumple con los requisitos necesarios de transparencia, equidad o competitividad.

ñ) No se entiende, la objeción que hace la autoridad a una operación determinada y particular (la venta en bolsa de dos paquetes de acciones a los fondos de pensiones) y la plena conformidad con la misma venta del resto de las acciones en colocación a la generalidad de los inversionistas. Si resulta que una de ellas fue transparente, competitiva y equitativa, no creemos que exista razón para negarle ese carácter a la otra que se realiza en los mismos términos.

La explicación antes mencionada no resulta atendible, debido a que si consideramos que son dos operaciones diferentes, debemos indicar que el hecho que una operación posea determinadas características no significa que esas cualidades se traspasan necesariamente a la otra operación; y si a contrario sensu, aceptamos, tal como lo señala Deutsche Securities, que se trataría de una operación global, no podríamos de todas maneras aceptar la argumentación de Deutsche Securities, debido a que si fuera así, todas y cada una de las partes que conforman esta operación global deberían cumplir con los requisitos de transparencia, equidad y competencia, cosa que como se expuso en los cargos formulados, no fue así.

o) No concurren las demás condiciones para aplicar sanción alguna a Deutsche Securities. No solo no ha habido infracción a deber de conducta alguno sino que, por lo mismo, mal puede haber actuar imputable a Deutsche Securities. De la descripción de los hechos queda claro que no se ha actuado ni dolosa ni negligentemente de manera que, aún cuando existiese infracción, faltaría el elemento de la imputabilidad que exige dolo o culpa en el actuar de Deutsche Securities. De la misma manera, tampoco se da el elemento de antijuridicidad consustancial a cualquier infracción susceptible de sanción por la autoridad.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Respecto a este punto, debemos señalar que existe culpa de Deutsche Securities, al no prever que con el acuerdo materializado con Larraín Vial, estaba ayudando a este último a sobrepasar la normativa existente al respecto. Adicionalmente, existe conducta anjurídica toda vez que dicho acuerdo es contrario al Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, es decir una normativa que impone un deber a los intermediarios de valores, que se encuentra plenamente vigente.

8.- Que, en la ponderación de la sanción contenida en la presente Resolución se ha tenido en consideración, adicionalmente a los antecedentes ya indicados, los descargos y documentos presentados ante este Servicio con fecha 7 de septiembre de 2004, especialmente en lo que dice relación con la circunstancia que su actuación buscó impedir que algunos inversionistas no pudieran participar en igualdad de condiciones en el proceso de apertura bursátil en comento, dada la restricción vigente que obliga a las AFP's a adquirir acciones en bolsa. Este hecho, si bien no puede ser tenido en cuenta por este Servicio al momento de aplicar las sanciones que las leyes le obligan imponer, constituye una atenuante a considerar de acuerdo a lo establecido en el inciso segundo del artículo 28 del D.L N° 3.538.

RESUELVO:

1.- Aplíquese a Deutsche Securities 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, Bolsa de Valores y al artículo 39 de la Ley 18.045.

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