



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hoy se resolvió lo siguiente

**REF.: APLICA SANCION DE MULTA A LARRAÍN
VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA.**

RES. EXENTA N° 576

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° 07984 de 30 de agosto de 2004, esta Superintendencia formuló cargos a Larraín Vial.

3.- Que, por presentación de 8 de septiembre de 2004, Larraín Vial formuló sus descargos y aportó los antecedentes que estimó pertinentes a sus intereses.

4.- Que, no se dio apertura a un término probatorio por considerarse que no existen en la investigación realizada hechos pertinentes, sustanciales y controvertidos que probar respecto de la misma.

5.- 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., así como también, y al mismo tiempo, la de compra por parte de las AFPs.

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

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.

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

a) Larraín Vial, con el acuerdo logrado con Deutsche Securities para la realización de la operación en rueda, impidió que existiera un tiempo mínimo de difusión de las ofertas, para de 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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

instancia de remate, licitación o de pregón con difusión bajo la modalidad de orden directa, en adelante 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) Larraín Vial, con el acuerdo de Deutsche Securities, estructuró 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 Deutsche Securities Corredores de Bolsa S.A. e impidiendo el conocimiento de la realización de esta operación a terceros eventualmente interesados.

c) Larraín Vial, con el acuerdo logrado con Deutsche Securities, evitó 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) Larraín Vial, con el acuerdo logrado con Deutsche Securities, hizo 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.

7.- 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.

8.- Que, invocar como descargos que:

a) La solicitud hecha al Deutsche Securities de operar como intermediario en la venta de las acciones para las AFP's, fue una petición pura y simple de la sociedad emisora Comercial Siglo XXI a Deutsche Securities, para actuar, legítimamente, como intermediario contraparte en una operación contado normal en el telepregón, de conformidad a las normas

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

reglamentarias de la Bolsa de Comercio; no puede ser aceptada, ya que en esta declaración precisamente se reconoce que se pidió a Deutsche Securities que actuara como intermediario contraparte en una operación, en consecuencia, se acepta que existió un acuerdo previo a la realización de la operación y fuera de bolsa, además que, de la carta entregada por Larraín Vial y Deutsche Securities a este Organismo el día 16 de septiembre de 2003, queda claro que este acuerdo se materializó fuera de bolsa y entre las corredoras.

b) La operación contado normal efectuada en el telepregón se realizó en conformidad a las normas reglamentarias; no es aceptable, debido a que se solicitó la actuación como contraparte a Deutsche Securities, en virtud de un acuerdo al que se llegó fuera de rueda, en contravención a lo dispuesto en el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio.

c) La adquisición efectuada por Larraín para las AFP's de dos lotes de acciones, a través del sistema contado normal en telepregón, realizada conforme al procedimiento establecido en la sección B, capítulo 2.2 (2.2.2) del Manual de Operaciones Bursátiles de la Bolsa de Comercio de Santiago, cuyo vendedor fue el Deutsche Securities, se realizó en el contexto de una colocación de acciones ampliamente difundida al público en general, en la que habían participado la totalidad de los interesados, en condiciones igualitarias, y mediante la asignación de acciones en forma directa e instantánea, de acuerdo a las órdenes inscritas en el libro de compras; no es posible admitir, debido a que la licitación de acciones prevista inicialmente no se realizó, y es durante ese procedimiento que se efectuó la difusión del mismo. Adicionalmente cabe recalcar que fue durante el procedimiento de adjudicación donde participaron la mayoría de los interesados en la compra de las acciones de La Polar en condiciones igualitarias, lo que no ocurrió en el procedimiento llevado en concomitancia con Deutsche Securities, que por lo demás, es un procedimiento distinto que se regía por sus propias normas.

d) Las AFP's adquirieron sus acciones a igual precio que el resto del mercado, pero a través del sistema en rueda de bolsa común, que por su naturaleza admitía el cruce de ofertas de terceros; no es admisible, ya que debe precisarse que en virtud del acuerdo realizado, se alteró la naturaleza del sistema de rueda impidiendo de esa forma el cruce de ofertas de terceros.

e) La modalidad de venta en dos lotes inferiores a 100.000 UF es una decisión libre y voluntaria del corredor vendedor, que se ejecutó dentro de un absoluto marco legal y reglamentario y que ello no tuvo por objeto evitar un tiempo de difusión de la transacción y una posible participación de terceros, no es posible aducirlo ya que, si la decisión era libre y voluntaria del corredor vendedor, no se explica que se ingresen en primer lugar las órdenes de compra de la acción de la Polar y por el número exacto de acciones que pensaba vender Deutsche Securities.

f) No existe disposición legal o reglamentaria alguna que impida al emisor designar tantos intermediarios como estime conveniente en la colocación de sus acciones, y bajo cualquiera de los procedimientos y sistemas que se encuentren debidamente reglamentados. Al respecto es necesario precisar que, si bien no existe disposición legal o reglamentaria que impida al emisor designar tantos intermediarios como estime conveniente en la colocación de sus acciones, y bajo cualquiera de los procedimientos y sistemas reglamentados, tanto la designación de intermediarios como de procedimientos deben siempre asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente, situación que no ocurrió en esta oportunidad.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

g) El tiempo de difusión de la operación se encontraba ampliamente cumplido con la difusión efectuada a lo largo de todo el proceso de colocación, por lo que no era necesario utilizar la modalidad especial de operación directa (OD) para cumplir así con las condiciones de difusión de 2 a 30 minutos, como lo definen otros sistemas de transacción en bolsa; no es aceptable, ya que lo que se difundió fue un procedimiento que finalmente no se llevó a cabo y porque en los cargos formulados no se indica que el mecanismo de operación directa era el procedimiento adecuado, simplemente se expresa que la transacción debía difundirse, lo que en la práctica no fue así.

h) Todos los interesados en adquirir acciones, no sólo habían accedido ya con anterioridad a la compra, sino que se encontraban también en conocimiento de que las AFP's no podían adquirir bajo la modalidad de asignación directa, razón por la cual necesariamente tendrían que hacerlo en rueda; de modo que con esa información, que el mercado recoge y asimila instantáneamente, cualquier interesado pudo anticiparse a Larraín colocando órdenes de compra y hacerse de los lotes adquiridos para las AFP's; se debe indicar que justamente debido a que el sistema de asignación fue proporcional, no todos los partícipes obtuvieron la cantidad de acciones que requerían, de manera que podría haber existido, a pesar de la asignación, un interés adicional para comprar acciones de La Polar de haberse dispuesto de un tiempo mínimo para hacerlo.

Asimismo, no es posible indicar que todos los interesados en comprar acciones de La Polar se encontraban en conocimiento de que las AFP's no podían adquirir bajo la modalidad de asignación directa, debido a que no todos conocían que dichas entidades habían sido retiradas de la lista de asignación.

i) Todos los terceros interesados participaron en la colocación ya que la amplia difusión que tuvo la colocación de acciones permitió adquirir a todos los terceros interesados, quienes lo hicieron mediante el proceso de asignación directa a través del libro de compras, y que por ese motivo puede presumirse fundadamente que al momento de la compra para las AFP's todos los interesados en adquirir acciones ya se encontraban con sus ofertas cumplidas en el sistema de asignación; no es aceptable como argumentación ya que como lo señalamos anteriormente, a algunos interesados en las acciones de La Polar les fueron asignadas una menor cantidad de acciones que las requeridas.

j) La compra realizada para las AFP's se efectuó en un sistema de transacción público, como es la rueda de bolsa, bajo el sistema legítimo de telepregón, regulado en el Manual de Operaciones Bursátiles de la Bolsa de Comercio de Santiago, en el que participan todos los agentes del mercado, por lo que no se habría vulnerado el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago; no es posible acogerlo ya que el hecho de haberse efectuado las transacciones referidas en un sistema público de ofertas, no excluye la existencia de un acuerdo previo entre ambas corredoras, circunstancia que es reprochada por este Organismo.

k) Se cumplió a cabalidad con el principio de equidad mencionado en el artículo 39 de la Ley 18.045, al ejecutar la operación con un resultado que felizmente permitió a las AFP's comprar acciones a igual precio que las asignadas al resto de los partícipes, bajo un procedimiento abierto y competitivo y que se cumplió con el principio de justicia legal que involucra el concepto de equidad, al permitirles a las AFP's el acceso a la colocación de las acciones en rueda de bolsa.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449
Piso 9º
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 473 4006
Fax: (56-2) 473 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Respecto de este punto, es necesario indicar que, si existe la obligación de las AFP's para que transen en bolsa, éstas deben asumir las reglas que derivan de transar en ella, es decir, deben aceptar las fluctuaciones de precio a las que están afectas las acciones, de manera que no es posible que se asegurara que iban a comprar acciones al mismo precio que las asignadas al resto de los partícipes, a menos que el sistema se forzara para ello, impidiendo la participación de eventuales terceros interesados.

l) No se ha vulnerado el principio de transparencia a que alude el mencionado artículo 39 de la Ley 18.045, desde que la compra se efectuó a través de un sistema de transacción con libre acceso a todos los agentes de mercado, y luego de un proceso global de colocación ampliamente difundido, en el que todas las personas naturales o jurídicas pudieron participar y adquirir las acciones; no es posible aceptarlo como argumento, ya que no se puede expresar que el mecanismo fue transparente toda vez que no existió libre acceso para todos los agentes de mercado dada la falta de publicidad de la operación en particular.

m) Toda la colocación de las acciones La Polar se realizó bajo el sistema de asignación directa, que naturalmente respetaba el principio de competitividad, al darse acceso a todos los interesados a adquirir acciones, en este contexto, las AFP's adquirieron las acciones de la Polar bajo un procedimiento común y ordinario, absolutamente regulado, ajustado a la ley y al reglamento, que por definición se da en un marco de absoluta competencia, como lo es el sistema denominado contado normal en telepregón, y al que tenían acceso todos los intermediarios para realizar sus posturas; no puede admitirse como argumentación, ya que precisamente este párrafo demuestra que, el mecanismo de adquisición por parte de las AFP's fue un mecanismo distinto al de asignación, de manera que si éste fue competitivo, necesariamente no traspasa dicha cualidad al mecanismo de adquisición de las AFP's. En ese sentido, dicho mecanismo no fue competitivo porque impidió que algún probable interesado en comprar acciones de La Polar tuviera en la práctica la remota posibilidad de adquirirlas o participar en dicho proceso.

9.- 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 presentados ante este Servicio con fecha 8 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 la ley le obligan imponer, constituye un 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 Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa 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.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

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