



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hoy se resolvió lo siguiente:

**REF.: APLICA SANCIÓN DE MULTA A
ZURICH ADMINISTRADORA GENERAL
DE FONDOS S.A.**

SANTIAGO, 19 MAY 2008

RES. EXENTA N° 3 1 6

VISTOS: Lo dispuesto en la letra c) del artículo 236 de la Ley N° 18.045, artículo 25 del D.S. N° 249, Circular N° 1.578, Circular N° 1.579; y artículo 28 del D.L. N° 3.538.

CONSIDERANDO:

1.- Que, en uso de sus facultades legales, este Organismo constató que, en el período entre el 1° de Octubre y el 11 de Noviembre de 2005, diversos instrumentos de la cartera de inversiones pertenecientes al Fondo Mutuo Patrimonio, administrado por Zurich Administradora General de Fondos S.A., no habrían sido valorizados conforme la Circular N° 1.579 de este Organismo.

En tal sentido, se estableció que los siguientes instrumentos de intermediación financiera de dicho fondo, fueron valorizados a TIR de compra:

- a) DUSAN 070828
- b) DUSAN 070904
- c) D\$EURO060412
- d) D\$CHI 051129
- e) D\$CHI 051130
- f) D\$BCI 051130

2.- Siendo dicho fondo de aquéllos definidos en los números 2 a 6 de la sección II de la Circular N° 1.578, tales instrumentos debían ser valorizados conforme la Sección 1.2.1. de la Circular N° 1.579, es decir, a precio de mercado según los siguientes criterios "a) Si en el día de valorización el título se hubiera transado en algún mercado respecto de cuyas transacciones se publique estadística diaria de precios y montos, el valor a utilizar será el resultado de actualizar él o los pagos futuros del título considerando como tasas de descuento la tasa interna de retorno (TIR) promedio ponderada de las transacciones informadas del día, siempre que éstas hayan superado un total de 500 Unidades de Fomento. b)

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

Si en el día de la valorización no se hubiese superado el monto de 500 Unidades de Fomento referido, o bien, si no se hubiere transado el título, éste se valorizará utilizando como tasas de descuento la última que se hubiere determinado en conformidad a lo dispuesto en la letra a) anterior.”.

Adicionalmente, la norma establecía que en el caso que la valorización no fuera representativa del valor de mercado del instrumento en cuestión, la sociedad administradora debía efectuar ajustes al valor obtenido de acuerdo a los criterios definidos en la Circular N° 1.579, con el objeto que la valorización reflejara el monto al que el instrumento se podía liquidar en el mercado. Dichos ajustes debían ser fundamentados y sus bases quedar a disposición de la Superintendencia.

3.- Que, por tal razón, este Servicio formuló cargos en contra del gerente general de la compañía mediante Oficio Reservado N° 640 de 19 de Noviembre de 2007, por la presunta infracción a la Circular N° 1.579 y al artículo 25 del D.S. N° 249.

4.- Que, con fecha 10 de Diciembre de 2007, el gerente general de Zurich Administradora General de Fondos S.A. -en adelante Zurich o la AGF- dio respuesta a dicho oficio señalando que:

a) La Circular N° 1.579, siguiendo los criterios de valorización del artículo 25 del D.S. N° 249, estableció un mecanismo de valorización de instrumentos en atención al tipo de fondo al que pertenecen, el cual se refiere a títulos respecto de cuyas transacciones se publican estadísticas de precios y montos. En ese contexto, los instrumentos de intermediación financiera, como son los de deuda de corto, mediano y largo plazo, al ser poco profundos, ilíquidos y únicos, dificultaban la obtención de una tasa interna de retorno promedio ponderada para el día de la transacción, para un mismo documento. Ante tal dificultad conocida por la Superintendencia, la Asociación de Fondos Mutuos y la propia AGF, la industria junto al Servicio buscaron criterios para armonizar los criterios de valorización. El primer intento para incorporar un Sistema Único de Precios -SUP- obligatorio fue desarrollado por la Bolsa de Comercio, el cual dispuso que los instrumentos de intermediación financiera -como los objeto de cargos- debían considerar la tasa interna de retorno de la fecha de compra cuando eran menores a 90 días; y para los mayores a 90 días, el sistema no proveyó precios de mercado. Dado ello, valorizar a TIR de compra era lo más usual y objetivamente aplicable para resguardar la transparencia y equidad de la oferta. Así, la administradora decidió usar la tasa de compra para valorizar los instrumentos cuyo objetivo era mantenerlos en cartera hasta su vencimiento. No obstante los ajustes hechos a este sistema, no se proveyó de uno distinto para los instrumentos de intermediación financiera, puesto que se refirieron especialmente a los de renta fija.

b) Siendo así, lo pertinente era valorizarlos a tasa de compra, como se hizo con los instrumentos objeto de cargos, considerando además el impacto en los rescates que debió soportar la industria a propósito de las fuertes e inusuales alzas en las tasas de interés de Octubre de 2005. En ese período se analizaba un nuevo modelo SUP con una serie de soluciones a las deficiencias del sistema, que fue autorizado por la Superintendencia el 10 de Marzo de 2006 por Ordinario N° 2619, comunicado a las administradoras por Oficio Circular N° 373 de 14 de Marzo.

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) En ese contexto, el 26 de Abril de 2006 por Circular N° 1802, la Superintendencia modificó la Circular N° 1.579 para coordinarla con la metodología del SUPRA, que incluye una estimación de tasa ante la ausencia de transacciones válidas supliendo la deficiencia de tasa de mercado. Una vez aceptado este nuevo sistema de valorización, que representa la primera vez que el mercado de intermediación financiera cuenta con un sistema eficiente y homogéneo, la AGF lo ha aplicado en un 100%.

d) Ante ello, manifiesta su sorpresa ante los cargos formulados en su contra referida a la valorización de instrumentos respecto de los cuales la industria en conjunto con la Superintendencia trabajaban para obtener un sistema de valorización claro, uniforme, armónico y homogéneo.

e) Respecto de los instrumentos de cargos, señala que estos adquiridos para mantenerlos en cartera hasta su vencimiento, con lo que la tasa correspondió al valor exacto de realización y las variaciones de tasa no habrían afectado su valor, demostrándose que el modo utilizado para valorizarlos fue uniforme, invariable y resultado de la falencia normativa, sin la intención de obtener ventajas indebidas de la competencia. Ello constaría del hecho que los instrumentos de corto plazo se liquidaron a su vencimiento a la tasa expresada en ellos; mientras que los de largo plazo, adquiridos con igual propósito, debieron ser vendidos por la AGF antes de su vencimiento debido a los múltiples rescates efectuados por los aportantes producto de la súbita alza en las tasas de renta fija, lo cual impidió a la AGF mantenerlos a término provocando una baja en la valorización de la cuota, lo cual fue un hecho no sólo inusual, sino además público y notorio. Esto reflejaría que la conducta de Zurich se ciñó a los principios inspiradores del mercado, y en ningún caso intencionada o de mala fe.

f) Añade que las características de los instrumentos -iliquidez y falta de profundidad- atentaban contra un sistema de valorización sustentado en precios de mercado. Esto habría quedado demostrado con el procedimiento de valorización establecido por el SUPRA y la modificación de la Circular N° 1802, cuando la Superintendencia autorizó un sistema que homologó la conducta de mercado, y que ante la ausencia de tasa de mercado, se da una obtenida de una operación matemática y estadística.

g) Finaliza señalando su sorpresa por los cargos, además, por el hecho que el segundo semestre de 2005, la Superintendencia hizo una revisión que no arrojó objeciones formales a la valorización de los instrumentos de intermediación financiera. Señala que por Reservado N° 259 de la Superintendencia de Junio de 2007, se realizó auditorías a los Fondos Mutuos Zurich Creciente y Patrimonio, en que se respondieron las dudas con iguales criterios a los planteados en la presente, no se ha recibido objeciones ni comentarios de estos por el Organismo fiscalizador. Ello demostraría la seriedad, consistencia u buena fe en la actuación de la AGF.

5.- Que, en orden a acreditar sus dichos, la AGF hizo valer los siguientes antecedentes: documento denominado "III Convención Anual de la Industria de Administradoras de Fondos Mutuos. Perfeccionando la ruta: Nuevos escenarios, Nuevos desafíos", respecto de Seminario realizado los días 8 y 9 de Marzo de 2005; Comunicados N°s 75 y 80 de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos sobre la entrada en vigencia del SUP; Informes

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

Auditoría Aplicación SUP para Noviembre y Diciembre de 2005 y de Enero a Diciembre de 2006; documento denominado “Fondos de Inversión en instrumentos de deuda de Mediano y Largo Plazo Nacionales”; “Informes de Vencimiento de Papeles” del período entre el 1° de Octubre de 2005 y 31 de Diciembre de 2005 de los fondos mutuos Zurich Creciente, Zurich Balanceado, Zurich Patrimonio y Zurich Cash.; páginas 5,6,7 y 8 del libro de solicitudes de rescate del período entre el 1° de Octubre de 2005 y el 15 de Noviembre de 2005; pagina 6 del libro de solicitudes de inversión del período comprendido entre el 1° de Octubre de 2005 y el 15 de Noviembre de 2005; documento denominado “Cartola Diaria SVS de Fondos Mutuos” para el período entre el 1° de Octubre y el 15 de Noviembre de 2005; Informe tasa de Mercado Fondo Mutuo Patrimonio desde el 1° de Septiembre al 31 de Marzo de 2006; Tasas de depósitos a plazos similares a los instrumentos de cargos; Oficio Reservado N° 259 de 6 de Junio de 2007 y carta respuesta al mismo; y adjuntó antecedentes relativos al instrumento D\$EURO060412 reduciendo la muestra de 184 a 170 días, y eliminó del muestreo de los instrumentos DUSAN070904 y DUSAN070828 los emitidos por Scotiabank por tener un riesgo inferior. Además, acompañó carta de 23 de Enero de 2008 suscrita por el gerente general de la Bolsa de Comercio con CD con detalle de transacciones de intermediación financiera de 17 emisores entre el 1° de Agosto de 2005 y el 31 de Marzo de 2006 y carta de la Sra. Mónica Cavallini Richiani , gerente general de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile A.G., certificando la información contenida en el documento “Fondos de Inversión en instrumentos de Deuda de Mediano y Largo Plazo Nacionales”.

6.- Que, de los antecedentes antes referidos, no consta que la AGF haya valorizado los instrumentos objeto de cargos conforme lo establecido en la Circular N° 1.579, desde que en su defensa se ha limitado a describir, en términos generales, los criterios de valorización de los instrumentos mantenidos en la carteras de los fondos administrados por ella, sin referirse específicamente al modo en que valorizó aquellos instrumentos ni justificó la tasa utilizada para ello. En efecto, de conformidad a lo dispuesto en la ante dicha Circular, los instrumentos debían valorizarse en función del precio de mercado, situación que no se ha demostrado respecto de la valorización dada por la AGF a los instrumentos en comento.

7.- Que, a mayor abundamiento, de los antecedentes que adjunta al procedimiento, se concluye que valorizó los instrumentos de cargos a TIR de compra siguiendo la recomendación realizada en tal sentido por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos, la cual no constituía norma aplicable, vigente ni reconocida por este Organismo.

8.- Que, así las cosas, no obstante la discrecionalidad dada por la Circular N° 1.579 -que permitía al gerente general de las administradoras hacer ajustes para que el precio de valorización representare el precio de mercado-, de los antecedentes hechos valer en su defensa, no consta que la AGF haya contado con un procedimiento de valorización que hubiere incorporado dicha facultad, cuestión que ratifica que en la valorización de los instrumentos objeto de cargos, no procuró ajustarse a la norma vigente.

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

RESUELVO

1.- Aplíquese a Zurich Administradora General de Fondos S.A. sanción de multa a beneficio fiscal ascendente a U.F. 200 (doscientas unidades de fomento) por infracción por infracción a la Circular N° 1.579 y al artículo 25 del D.S. 249.

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. Sin perjuicio del recurso de reposición del artículo 45 del D.L. N° 3.538.

Anótese, comuníquese y archívese

GUILLERMO LARRAÍN RÍOS
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