

**REF.: RESUELVE REPOSICIÓN DEDUCIDA  
CONJUNTAMENTE POR ANDREA LARRAÍN SOZA,  
SEBASTIÁN CERECEDA SILVA, JOSÉ CORREA  
ACHURRA, JAIME OLIVEIRA SÁNCHEZ-MOLINÍ Y  
ANDRÉS BULNES MUZARD CONTRA LA  
RESOLUCIÓN EXENTA N° 8.537 DE 2025**

---

**VISTOS:**

1. Lo dispuesto en los artículos 3 N°1, 4 y 10, 5, 20 N°4, 36, 37, 38, 39, 52 y 69 del Decreto Ley N°3.538, que crea la Comisión para el Mercado Financiero (“**DL 3538**”); en el artículo 1° y en el Título III de la Normativa Interna de Funcionamiento del Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, que consta en la Resolución Exenta N°1.983 de 2025; en los Decretos Supremos del Ministerio de Hacienda N°1.430 de 2020, N°478 de 2022 y N°1.500 de 2023.
2. La Ley N°18.045, de Mercado de Valores (“**Ley 18.045**”).
3. La Ley N°18.046, sobre Sociedades Anónimas (“**Ley 18.046**”).
4. La Ley que Regula la Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, contenida en el artículo primero de la Ley N° 20.712 (“**LUF**”, “**Ley Única de Fondos**” o “**Ley 20.712**”).
5. La Norma de Carácter General N°30, que Establece normas de inscripción de valores de oferta pública en el Registro de Valores; su difusión, colocación y obligación de información consiguientes (“**NCG 30**”).
6. La Circular N°1998, que Imparte instrucciones sobre la presentación de información financiera bajo IFRS para Fondos de Inversión (“**Circular 1998**”).
7. El Oficio Circular N°592, que Imparte instrucciones a considerar en el proceso de convergencia a las Normas Internacionales de Información Financiera (“**OC 592**”).
8. El Oficio Circular N°657, que imparte instrucciones y efectúa aclaración relativa a la valorización de inversiones bajo IFRS en fondos que se indican (“**OC 657**”).
9. Las Normas Internacionales de Información Financiera o *International Financial Reporting Standards* (“**NIIF**” o “**IFRS**”).



**CONSIDERANDO:**

**I. ANTECEDENTES.**

1. Que, este **Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero** (“Comisión” o “CMF”), mediante **Resolución Exenta N°8.537 de fecha 22 de agosto de 2025** (“**Resolución Sancionatoria**”), resolvió sancionar a la Sra. Andrea Larraín Soza y los Sres. Sebastián Cereceda Silva, José Correa Achurra, Jaime Oliveira Sánchez-Moliní y Andrés Bulnes Muzard, por:

1. *Infracción a las obligaciones previstas en las letras a) y c) del artículo 20 de la Ley Única de Fondos sobre “Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales”, por cuanto los directores de la AGF no velaron porque las valorizaciones de los aportes en instrumentos del Fondo de Inversión Capital Estructurado I se realizaran de acuerdo con el Reglamento Interno de dicho Fondo y la Circular N°1.998 de 2010 y el Oficio Circulares N°592 de 2010, ambas dictadas por la CMF, las que requerían que dichas valorizaciones se efectuaran de acuerdo con la NIIF 9 y 13.*
2. *Infracción a la obligación prevista en la letra e) del artículo 20 de la Ley Única de Fondos sobre “Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales”, por cuanto con los recursos obtenidos por el Fondo de Inversión Capital Estructurado I se realizaron operaciones destinadas principalmente a beneficiar a Inversiones San Antonio, sociedades en las que tenía participación, sus sociedades relacionadas, Factop y STF, sin contar con una adecuada valorización de los instrumentos de deuda adquiridos, dando cuenta que los directores no velaron por que aquellas operaciones y transacciones fueran solo en el mejor interés del Fondo y en beneficio exclusivo de los partícipes.*
3. *Infracción a la obligación prevista en el artículo 65 de la Ley 18.045 en relación con la letra b) del artículo 20 de la Ley Única de Fondos sobre “Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales”, por cuanto los directores no informaron la totalidad de los antecedentes que permitiesen entender el objeto del Fondo en el Reglamento Interno, requiriéndose de otros antecedentes para la cabal comprensión de la naturaleza, características y riesgos asociados a la adquisición de cuotas del Fondo, lo que inducía a errores equívocos o confusión a los inversionistas sobre la naturaleza, rentabilidad y otras características de las cuotas del Fondo de Inversión Capital Estructurado I.*

**Así, resolvió:**

1. “Aplicar a la Sra. **Andrea Pilar Larraín Soza, RUT N° 12.153.694-3, la sanción de multa, a beneficio fiscal, ascendente a 5.000 Unidades de Fomento por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.**
2. “Aplicar al Sr. **Sebastián Cereceda Silva, RUT N° 10.902.581-K, la sanción de multa, a beneficio fiscal, ascendente a 5.000 Unidades de Fomento por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.**



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

3. “Aplicar al Sr. **José Correa Achurra**, RUT N° **13.441.291-7**, la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.
  4. “Aplicar al Sr. **Jaime Oliveira Sánchez-Molini**, RUT N° **23.785.628-7**, la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.
  5. “Aplicar al Sr. **Andrés José Bulnes Muzard**, RUT N° **12.000.654-1**, la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.
2. Que, en lo atinente, la Resolución puso término al Procedimiento Sancionatorio iniciado por el **Fiscal de la Unidad de Investigación** (“Fiscal” o “UI”) mediante **Oficio Reservado UI N°1.500 de fecha 21 de octubre de 2024** (“Oficio de Cargos”).
3. Que, mediante **presentación conjunta de fecha 3 de septiembre de 2025**, **Andrea Larraín Soza, Sebastián Cereceda Silva, José Correa Achurra, Jaime Oliveira Sánchez-Moliní y Andrés Bulnes Muzard** (“Ex Directores”, “Investigados” o “Recurrentes”) dedujeron recurso de reposición.

## II. REPOSICIÓN.

Los fundamentos de la Reposición deducida por las Recurrentes son los siguientes:

### **“I. Antecedente relevante previo: el voto dividido”**

Los recurrentes señalan en su presentación que “(...) **la decisión no es fruto de una convicción unánime, ni de una interpretación pacífica al interior del propio Consejo, sino que fue adoptada por una ajustada mayoría, frente a una disidencia significativa de dos consejeros.**”

*Este hecho, no es ni anecdótico, ni enriquecedor, sino revelador de que al interior del órgano técnico especializado no existió acuerdo sobre la interpretación de las normas y el alcance de la imputación de responsabilidad: **¿Cómo podría exigirse a los directores sancionados que hubiesen previsto ex ante el estándar de conducta que hoy la propia autoridad no logra consensuar?***

*La existencia de un debate intenso y de una fractura tan marcada demuestra que las certezas exigidas en materia sancionadora brillan por su ausencia, pues allí donde ni siquiera la CMF logra construir un criterio claro y unívoco, resulta imposible sostener que los sujetos regulados debieron haberlo anticipado.*

*Más aún, los votos de minoría ponen de relieve que la mayoría optó por una construcción sancionatoria que desborda abiertamente el marco normativo, instalando un régimen de responsabilidad estrictamente objetiva y no por culpa como exige la legislación. **Se reprocha a los directores por el solo hecho de serlo, prescindiendo de toda consideración sobre su actuación concreta y del estándar de diligencia efectivamente desplegado.***



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

*Y lo más elocuente-por no decir paradójal- es que **el propio procedimiento administrativo deja constancia inequívoca de que los deberes de diligencia exigidos fueron cumplidos con un rigor ejemplar.***

Lo anterior, señalan, se demuestra entre otros antecedentes, por:

- a) el encargo de los ex directores de la contratación de un valorizador independiente, de *expertise*, prestigio, competencia técnica y solvencia profesional;
- b) validación de las valorizaciones y su metodología, tanto por firmas auditoras cómo por un académico de reconocido prestigio;
- c) el encargo por los exdirectores de la elaboración del Reglamento Interno del Fondo a Barros y Errázuriz; y
- d) el encargo realizado por los exdirectores, de un documento adicional denominado “Acuerdo”, que complementaba todos los aspectos relevantes del Fondo y sus riesgos, y que debía ser suscrito por los aportantes y por sus clientes finales.

**“II. Un caso paradigmático en el mercado financiero: La CMF sanciona a directores por hacer exactamente lo que la ley les exige”.**

Como segundo punto se plantea en el recurso que *“La Resolución Sancionatoria constituye un caso paradigmático, difícilmente explicable tanto al mercado como al propio sistema financiero, y que -de mantenerse- sentará un precedente tan peligroso como desincentivador, no solo para los directores de administradoras generales de fondos, sino para la institucionalidad financiera chilena en su conjunto.*

*En efecto, los exdirectores de la LVA AGF han sido declarados responsables administrativamente por haber hecho precisamente, aquello que el ordenamiento jurídico y la sana práctica del mercado exigen y celebrar: actuar con racionalidad económica; encargar la valorización de los activos del Fondo a un tercero independiente y de reconocido prestigio; y confiar la elaboración del Reglamento Interno a una de las oficinas jurídicas más destacadas y prestigiosas del país, con el objeto de garantizar que dicho reglamento cumpliera cabalmente con toda la normativa aplicable.*

**Pero no se detuvieron allí:** fueron más allá del estándar ordinario, instruyendo la preparación de un documento complementario, minucioso hasta el último detalle, que debía ser conocido y suscrito no solo por los aportantes directos, sino también por los clientes finales de estos que mantenían valores en custodia, asegurando así un nivel de transparencia e información pocas veces visto en la industria.

*Pero lo inesperado es que todas estas medidas – que configuran un estándar reforzado de buena fe, diligencia, probidad y transparencia- son reconvertidas arbitraria y volitivamente por la Resolución Sancionatoria en infracciones sancionables”.*

**“2.1. Las infracciones legales por los que fueron sancionados los ex directores de LVA AGF”**

En este aspecto señalan los recurrentes que *“(…) en lo sustantivo, los tres cargos formulados por la CMF tienen un denominador común: **todos se refieren- de manera directa o indirecta- a supuestos incumplimientos de los deberes de diligencia que rigen la actuación de los directores de administradoras generales de fondos.***



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

En efecto, los **dos primeros cargos** se centran en la **valoración de activos**. Por un lado, se reprocha la supuesta falta de diligencia en la valorización de los instrumentos de deuda adquiridos por el mismo Fondo.

**En ambos casos, la imputación consiste en afirmar que los directores no habrían velado por que dichas valorizaciones se realizaran conforme a la normativa.**

Por su parte, el **tercer cargo** también se sustenta en un supuesto incumplimiento del deber de diligencia, aunque lo hace bajo una formulación desafortunada, pues induce a sostener una especie de responsabilidad objetiva en una legislación especial, que derechamente, no la contempla.

Según la CMF, los exdirectores **no habrían informado en el Reglamento Interno la totalidad de los antecedentes necesarios para comprender cabalmente el objeto del Fondo**. Y, para suplir dicha omisión – siempre conforme a la tesis de la propia Resolución Sancionatoria- habrían debido encargar la preparación de documentos adicionales o recurrir a antecedentes complementarios que permitieran obtener una comprensión más completa.

En resumen: los tres cargos sancionan esencialmente la misma dimensión del actuar directivo: **la forma en que se ejercieron los deberes de diligencia.**

Este punto es medular para entender no solo la controversia, sino también la magnitud del error en que incurre la Resolución Sancionatoria. Cuando se trata de deberes de diligencia - y, más aún, en el contexto de imputar infracciones legales- el examen que corresponde a un órgano técnico y especializado como la CMF no es evaluar si el resultado final de determinada gestión coincide o no con su opinión retrospectiva, **sino valorar las conductas desplegadas por los directores al momento de adoptar sus decisiones.**

Esto no es un matiz menor: es la distinción esencial entre un deber de resultado y un deber de comportamiento. Y, sin embargo, parece que la Resolución Sancionatoria decidió ensayar un enfoque novedoso: **convertir el resultado en el centro de análisis, haciendo caso que el estándar jurídico siempre se mide ex ante, no ex post.**

**“2.2. Ex directores de LVA AGF fueron sancionados pese a que cumplieron la ley: la controversia por la valorización de los activos.”**

Los recurrentes señalan, que “Lamentablemente, la Resolución Sancionatoria no comprendió nunca la diferencia fundamental entre la responsabilidad por negligencia y la responsabilidad objetiva o por resultado, cuestión jurídica esencial para este procedimiento administrativo sancionador.

Y decimos lamentable, porque si el órgano especializado en la materia, investido de potestades sancionatorias, no logra entender esta distinción básica, es el propio sistema financiero el que queda en entredicho: **tiembla la certeza jurídica sobre la que debe descansar la regulación de los mercados.**

Aquí no se discute -ni se debería discutir- si las metodologías empleadas en las valorizaciones del Fondo fueron correctas. **Dicho sea de paso, tanto esta defensa como diversos especialistas independientes han concluido que lo fueron.**

El debate es otro: si nuestros representados actuaron diligentemente al encargar la valorización de los activos del Fondo a una empresa independiente y de reconocido prestigio



como Carrillo & Asociados (“C&A”), **que actualmente valoriza aproximadamente 50 fondos de inversión en el país.**

La pregunta que debió plantearse la Resolución Sancionatoria era tan simple como obvia: ***¿Es diligente un directorio que confía la valorización de los activos de un fondo de inversión a un tercero técnico, independiente y calificado?*** La pregunta parece retórica, casi innecesaria. Para cualquier directorio serio, para cualquier regulador sensato, para cualquier operador de mercado que comprenda mínimamente la lógica fiduciaria, la respuesta es inequívoca: **sí.**

Y no lo dice solo esta defensa: **lo sostienen los propios votos disidentes dentro del Consejo.**

(...) para dos comisionados del propio H. Consejo, con pleno acceso al expediente administrativo, **los directores adoptaron todos los resguardos exigibles, actuando conforme a la ley, a las instrucciones de la autoridad y a las mejores prácticas del mercado.**

El problema de fondo es que la Resolución Sancionatoria confunde, desde la raíz, cuál es el verdadero objeto de la discusión jurídica en un procedimiento contencioso administrativo sancionador. Ya desde el inicio de su análisis, **al examinar los cargos 1.1. y 1.2.**, deja entrever un error conceptual grave que contamina todo su razonamiento y evidencia un profundo desconocimiento del derecho:

“...en atención a que los cargos 1.1. y 1.2.... se cimentan en los mismos antecedentes de hecho y reproches, esto es, que la metodología de valorización utilizada para fijar el valor razonable de los instrumentos financieros adquiridos por el Fondo no se ajustaría a la ley y regulación...” (p.527, Resolución Sancionatoria)

Y aquí está precisamente el problema.

La Resolución Sancionatoria entiende que lo que debe evaluarse para configurar la eventual responsabilidad del directorio es si la valorización realizada por un tercero independiente – en este caso C&A- utilizó la “correcta” metodología para llegar a un determinado resultado. Pero esa no es la cuestión jurídica que está en juego. El punto es otro, y la Resolución Sancionatoria parece olvidarlo: **lo que se discute es la diligencia del directorio, no la precisión metodológica o matemática de la valorización efectuada por un perito.**

Por eso resulta indicativo -y preocupante- que la Resolución Sancionatoria pase por alto el verdadero sentido y alcance del verbo “velar”, utilizado en el artículo 20 de la Ley N°20.712.

Y, sin embargo, la Resolución Sancionatoria reprocha a nuestros representados como si el deber fiduciario incluyera ser, además, expertos en valorización financiera avanzada, modelamiento de riesgo y contabilidad internacional.

Si el criterio de la Resolución Sancionatoria prevaleciera, en adelante los directores no solo deberán administrar fondos y velar por procesos idóneos, sino además convertirse en peritos valorizadores para evitar sanciones futuras o lo que constituye la peor hipótesis: deberán intervenir con los valorizadores profesionales para exigirles que efectúen su trabajo conforme a la modelación que les indiquen los directores, inmiscuyéndose en un trabajo profesional e independiente, con peligrosas consecuencias y conflictos de interés insospechados e invaluable. (...)



El efecto sistémico de este criterio es devastador: **desnaturaliza el deber de diligencia, lo convierte en un estándar imposible y traslada a los directores responsabilidades técnicas que la ley no les impone.** Si ni siquiera cumplir con la norma y actuar por sobre ella garantiza protección frente a sanciones, la certeza regulatoria sencillamente deja de existir.”

“2.3. **El Reglamento del Fondo estaba en regla: el ‘Acuerdo’ ofreció datos adicionales, pero la CMF lo presenta como si fuera una falencia.**”

Los recurrentes indican que: “La sanción impuesta por el cargo N°3 no solo sorprende: resulta francamente incomprensible y jurídicamente inaceptable, bajo cualquier estándar propio de un procedimiento administrativo sancionador.

Se sanciona a nuestros representados porque, a juicio de la Resolución Sancionatoria, el Reglamento Interno del Fondo no cumpliría con la normativa legal y administrativa.

Nuevamente – al igual que en el cargo anterior-, la autoridad incurre en un error conceptual evidente: cofunde el deber de diligencia con la obtención de un resultado.

Conviene recordarlo una vez más: **el deber del directorio es velar porque el Reglamento Interno se ajuste a la normativa, no garantizar el resultado mismo. Esta confusión, por sí sola, torna el cargo derechamente ilegal.**

¿Qué acción u omisión debió evaluar realmente la Resolución Sancionatoria? Exactamente lo mismo que en el caso de las valorizaciones: **examinar a quién instruyó contratar el directorio para la confección del Reglamento Interno.**

Y, una vez más la respuesta es categórica.

Nuestros representados cumplieron con un rigor ejemplar su deber de diligencia: **encargaron la elaboración del Reglamento Interno del Fondo a Barros & Errázuriz, la oficina jurídica de mayor prestigio del país en materia de fondos de inversión.**

Esta sola decisión demuestra un estándar reforzado de prudencia y responsabilidad: confiar la confección del reglamento a la firma legal líder de la industria es exactamente lo que cualquier director diligente, informado y sensato haría. La autoridad, en lugar de reconocer esta conducta, la desconoce sin fundamentos y pretende sancionar un supuesto incumplimiento que no logra demostrar.

En todo caso, la premisa sobre la que se construye el reproche es igualmente falsa: **el Reglamento Interno sí cumple cabalmente con todos y cada uno de los requisitos que establece la ley y las instrucciones administrativas dictadas por la CMF.**

Pero incluso más allá de lo que la ley exigía, el directorio adoptó medidas extraordinarias de transparencia e información. Es sabido – y la CMF lo sabe- que, en esta clase de fondos, el Reglamento Interno suelen reproducir cláusulas modeladas y aceptadas por la industria para cumplir con las exigencias legales, sin entrar en detalles sobre las particularidades de cada estructura.

**Esta práctica es habitual, legítima y reconocida en la industria. Sin embargo, nuestros representados decidieron hacer mucho más.**

El directorio instruyó expresamente la celebración de contratos individuales con cada uno de los aportantes, especialmente los que tenían la calidad de clientes de custodia de STF



*Corredores de Bolsa, asegurando por esta vía que ninguna persona involucrada desconociera la estructura, las etapas y los riesgos asociados.*

*Y no se trata de una apreciación aislada de esta defensa: dos comisionados de la propia CMF, con acceso completo al expediente, rechazaron expresamente este cargo y validaron la actuación del Directorio.*

*(...)*

*Finalmente, se debe destacar en este punto que a Resolución Sancionatoria no dice una sola palabra acerca del hecho relevante que **los inversionistas a quienes iba dirigido el Fondo tienen la calidad de inversionistas calificados.***

*Este dato es central, aunque la Resolución Sancionatoria prefiera omitirlo, porque desarma por completo la narrativa sobre la que intenta sostener la sanción. Estamos hablando de inversionistas institucionales, sofisticados, con patrimonio relevante, operaciones frecuentes y experiencia acreditada en los mercados financieros.*

*Sin embargo, la Resolución Sancionatoria construye un relato donde los aportantes del Fondo aparecen retratados como inversionistas ingenuos, casi indefensos, incapaces de comprender el negocio en el que participaban.*

*(...)*

*¿Cómo puede sostenerse que personas que, por definición normativa, manejan inversiones a 10.000 UF, transan regularmente en los mercados y disponen del conocimiento suficiente para comprender estructuras complejas, ¿eran incapaces de entender un producto financiero cuya estructura fue explicada hasta la saciedad y fue firmada de puño y letra por ellos? La Resolución Sancionatoria los trata como interdictos, en circunstancia que la propia ley los define como personas que **cabe presumir que poseen un conocimiento acabado del funcionamiento del mercado de valores.***

*Como quedó, plenamente acreditado en el proceso, los aportantes sabían exactamente qué era el Fondo, cuál su finalidad y cómo se estructuraba, y en el Acuerdo se especificó con lujo de detalles y cuadros explicativos, precisamente lo que la Resolución Sancionatoria ciegamente echa en falta: que los aportes se destinarían a pagar deudas de Inversiones San Antonio Limitada, con una promesa de obtener una participación indirecta en Grupo Patio.*

*Si este caso existe hoy, es exclusivamente por un evento externo y ajeno a nuestros representados: **la desvalorización posterior del Grupo Patio.***

***De no haber ocurrido esa circunstancia imprevisible y futura, este procedimiento sencillamente no existiría.***

*En definitiva, se sanciona a quienes hicieron todo lo que la norma exige y más de lo que las mejores prácticas recomiendan, ignorando no solo los hechos acreditados en el procedimiento, sino también las opiniones fundadas de dos comisionados de la propia autoridad. Por eso, este cargo no solo es débil: es insostenible.”*

***“2.4. Mientras la Resolución Sancionatoria fuera lo imposible para sancionar a los exdirectores de LVA AGF por hechos que no cometieron, la CMF – teniendo todos los antecedentes sobre las irregularidades de STF Corredores de Bolsa SpA antes de la creación del Fondo- simplemente no hizo nada.”***



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

Al respecto señala el recurso que la Resolución Sancionatoria ignora “(...) *por completo un antecedente de carácter institucional que cambia radicalmente la comprensión de los hechos: **la CMF tenía conocimiento, a diferencia del directorio de LVA AGF, al menos desde el año 2022, de que STF Corredores de Bolsa SpA (“STF Corredores”) operaba con graves irregularidades normativas y estructurales.***”

Esta omisión (...) evidencia una estrategia orientada a concentrar la responsabilidad en los exdirectores de LVA AGF, **mientras se silencia el rol que jugó la autoridad en la gestión del Fondo.**

Los antecedentes disponibles en el proceso demuestran de forma contundente que la CMF, a diferencia de nuestros representados, **contaba desde 2022 con información suficiente para cuestionar la legalidad, transparencia e idoneidad de las operaciones de STF Corredores.**

Estos antecedentes no eran meras sospechas o indicios, sino observaciones concretas, recabadas en el marco de su función fiscalizadora, que daban cuenta de:

- (i) Durante el año 2022, la CMF tomó conocimiento cierto y oportuno de gravísimas irregularidades que comprometían la solvencia y liquidez del intermediario STF Corredores, antecedentes que le fueron debidamente informados por la Bolsa de Comercio de Santiago.
- (ii) Pese a ello, la CMF no adoptó acción alguna destinada a prevenir o fiscalizar los efectos de dichas irregularidades, permitiendo- de forma inexplicable- que STF Corredores continuara operando como si se tratara de un intermediario legítimamente autorizado, induciendo a error al mercado mediante actuaciones que, posteriormente, se revelarían con caracteres abiertamente delictuales

De hecho el **13 de septiembre de 2022** (antes que el Fondo estuviera en proyecto por parte del directorio de LVA AGF) **se pone en conocimiento de la CMF que STF Corredores quedaba en la práctica impedida de realizar operaciones.**

**Frente a este cuadro, lo razonable habría sido que la CMF emitiera alertas al mercado, suspendiera temporalmente las operaciones de STF Corredores o, al menos, advirtiera a los actores institucionales del sistema financiero que mantenían relación con dicha sociedad.**

Sin embargo, no hizo nada. Guardó silencio. Y en ese silencio – reconocible como omisión institucional con consecuencias regulatorias- se gestó la posibilidad misma de que el Fondo fuera estructurado y lanzado al mercado.

Lo esencial, entonces, es lo siguiente: **la existencia misma del Fondo –al menos en la forma en que se conoció- fue posible únicamente porque la CMF, mediante su inacción, permitió que un actor en situación de grave irregularidad continuara operando como canalizador principal de los aportes.** Si la autoridad hubiese cumplido oportunamente con su mandato preventivo y fiscalizador, el directorio de LVA AGF jamás habría aprobado la creación del Fondo, y no por falta de diligencia, sino porque el propio contexto lo habría hecho inviable desde todo punto de vista regulatorio, reputacional y fiduciario.

(...)



**Aquí no hay interpretaciones posibles: la CMF contaba, desde 2022, con información cierta, completa y oportuna sobre gravísimas irregularidades operacionales y financieras de STF Corredores, advertida por la Bolsa de Comercio de Santiago y otros actores institucionales.**

La consecuencia es evidente: la existencia misma del Fondo fue posible únicamente porque la CMF incumplió su mandato legal de fiscalización y prevención. **Si la autoridad hubiese advertido al mercado o bloqueado las operaciones del STF Corredores en el momento oportuno, nuestros representados jamás habrían aprobado la creación del Fondo, en que STF Corredores era un actor principal.**

Por eso resulta inaceptable que, hoy la Resolución Sancionatoria pretenda trasladar la carga de su propia negligencia a quienes confiaron legítimamente en que la autoridad ejercía su rol de supervisión.

Queda una situación que resulta prácticamente imposible de explicar a la ciudadanía y al mercado. Para ilustrarlo, basta recordar el viejo refrán: la autoridad se obsesiona con la paja en el ojo ajeno mientras ignora la viga que atraviesa el propio. **Traducido a términos jurídicos, la CMF sanciona con severidad a nuestros representados por un supuesto incumplimiento del deber de diligencia -supuesto que, dicho sea de paso, ni siquiera goza de consenso al interior del propio H. Consejo-, mientras en el caso de STF Corredores optó por una complacencia que solo podría calificarse de desconcertante.**

Salvo que existan antecedentes ocultos a los que esta defensa no ha tenido acceso, resulta incomprensible tanta indulgencia con STF Corredores y, en contraste, el rigor implacable y ejemplarizante con el que se sanciona a nuestros representados.

**La paradoja es evidente: la autoridad, que no cumplió oportunamente su propio deber de fiscalización, que habría evitado todo el problema, erige ahora un estándar inalcanzable para exigirlo a otros como si tales omisiones pudieran purgarse por esa vía.**

### **“III. LOS ERRORES DE DERECHO COMETIDOS POR LA RESOLUCIÓN SANCIONATORIA”**

Los recurrentes señalan que existen “**profundas carencias del análisis jurídico en la Resolución Sancionatoria.** Se echa en falta, por ejemplo, una mínima distinción entre obligaciones de medios y de resultados; un examen serio sobre los estándares de diligencia exigibles a un directorio en contraste con los aplicables a la administración; un análisis detallado respecto de qué debe contener un reglamento interno de inversión según las propias normas de la CMF; y un largo etcétera que no se aborda.

Estas omisiones hacen que la Resolución Sancionatoria adolezca de graves errores de derecho, **los cuales deben ser necesariamente corregidos por ese H. Consejo acogiendo el presente recurso de reposición.**

Mantener incólume esta resolución no solo consolidaría un precedente riesgoso emanado de un órgano técnico y prestigioso como la CMF, sino que, además, enviaría una señal profundamente dañina para el mercado financiero: **se estaría sancionando contra ley a personas completamente inocentes.**

A continuación, analizaremos en profundidad los **errores de derecho** en que incurre la Resolución Sancionatoria, **los que la convierten en un acto arbitrario y, en definitiva, carente de toda legalidad.**



3.1. La Resolución Sancionatoria, al sancionar a los exdirectores por los cargos N°1 y 2, infringió el artículo 20 de la ley N°20.712 -en particular, sus letras a), c) y e)- al imponerles deberes incompatibles con su rol y, en la práctica establecer un régimen de responsabilidad objetiva expresamente prohibido por la legislación que regula los fondos de inversión.

El artículo 20 de la Ley N°20.712 impone a los directores de una administradora la obligación de “velar” por distintos aspectos de la gestión de los fondos, entre ellos, **la valorización de los activos**. Sobre este punto, la Resolución Sancionatoria fundamenta supuestas infracciones a las letras a), c) y e) del mismo artículo 20 para sancionar a nuestros representados.

**Sin embargo, desnaturaliza por completo el alcance de estos deberes al atribuir al directorio una responsabilidad de resultado directa en la ejecución técnica de las valorizaciones, cuando su rol legal se limita a supervisar razonablemente que terceros especializados las realicen conforme a la normativa aplicable.**

La tesis de la Resolución Sancionatoria es, en apariencia, simple, pero en realidad profundamente errónea: sostiene que, dado que las valorizaciones de los “aportes” (cargo1.1.) y de los “instrumentos adquiridos” (cargo1.2) por el Fondo serían metodológicamente incorrectas, **ello basta para concluir que el directorio es responsable.**

(...)

El propio término “velar”, en su sentido jurídico y gramatical, **no equivale a “garantizar” ni a “asegurar” resultados**. Implica más bien, desplegar todas las acciones necesarias y prudentes orientadas a procurar que un determinado objetivo se cumpla, pero sin imponer la obligación de que dicho resultado se materialice.

Si el legislador hubiese querido establecer un deber de resultado, habría empleado términos inequívocos como “asegurar” o “garantizar”. No lo hizo. Optó deliberadamente por “velar”, y esa elección no es casual: la doctrina sobre responsabilidad de directores ha sido uniforme al sostener que este deber es, inequívocamente una obligación de medios, no de resultados.

(...)

Como se demostrará en los acápites siguientes, la Resolución Sancionatoria invierte por completo el análisis jurídico que se debía revisar en este procedimiento administrativo sancionador.

En lugar de evaluar las acciones concretas desplegadas por el directorio -que es lo que exige la ley al imponer un deber de medios-, parte desde el resultado final, lo reprocha y, a partir de ahí, concluye que las acciones adoptadas “no sirvieron”

**Este razonamiento no solo es incorrecto: es una falacia lógica evidente. Si se analiza actuación ex post y con el resultado ya conocido, siempre será posible afirmar que “las medidas no fueron suficientes”, pero ello no significa que las decisiones adoptadas al momento de los hechos hayan sido negligentes.**

31.1. El ex directorio de LVA AGF cumplió cabalmente su deber de diligencia: encargó a un valorizador especializado la evaluación de los “aportes” y los “instrumentos de deuda adquiridos” por el Fondo.



A diferencia de lo sostenido por la Resolución Sancionatoria, el expediente administrativo demuestra que la administración de LVA AGF -bajo la dirección del gerente general y conforme a las instrucciones del directorio- contrató a la firma C&A, empresa independiente, de reconocido prestigio y amplia experiencia en valorizaciones financieras, para realizar la evaluación de los “aportes” y los “instrumentos de duda adquiridos” por el Fondo.

**Esta decisión no es lo es razonable, sino que refleja el cumplimiento estricto del deber legal de “velar” previsto en el artículo 20 de la Ley N°20.712: adoptar las medidas diligentes necesarias para que terceros idóneos realicen las valorizaciones conforme a la normativa aplicable.**

Es fundamental aclarar que el directorio no ejecuta valorizaciones ni debería prudentemente hacerlo.

Si los propios directores intervienen en la definición de los valores de los activos, se generaría un conflicto de interés evidente -como hemos señalado-, contrario a la lógica de independencia que exige la regulación y a las facultades y deberes de los directores.

Justamente por eso, las buenas prácticas de gobierno corporativo y la propia normativa contemplan la contratación de terceros especializados que aporten objetividad, autonomía técnica y transparencia al proceso. **Lejos de incumplir su deber, el directorio hizo exactamente lo que debía hacer: seleccionar a una firma independiente y técnicamente solvente para garantizar que las valorizaciones se realizaran de forma correcta y libre de cualquier sesgo.**

Resulta, por lo mismo, profundamente incongruente que la Resolución Sancionatoria pretenda ahora reprochar al directorio una supuesta falta de diligencia, únicamente porque no comparte, ex post, la metodología utilizada por la firma valorizadora.

**El deber de los directores, según la Ley N°20.712, no consiste en ejecutar personalmente las valorizaciones, ni en validar cada decisión técnica adoptada por expertos independientes, sino en velar por que estas labores sean encargadas a profesionales idóneos, competentes y con experiencia acreditada, como efectivamente ocurrió en este caso.**

Cuestionar la actuación del directorio por discrepar de la metodología empleada por C&A equivale a exigir a los directores un conocimiento técnico especializado que la propia ley no les impone, y a trasladarles la responsabilidad por decisiones adoptadas por terceros justamente contratados para garantizar independencia y objetividad.

**Esta postura desconoce el estándar fiduciario previsto por la normativa y configura, en los hechos, un régimen de responsabilidad objetiva incompatible con nuestro ordenamiento jurídico.**

3.1.2. Aun cuando el deber de diligencia del ex directorio de LVA AGF se satisface al encargar la valoración a un tercero especializado, tampoco es cierto que la metodología empleada por C&A fuese incorrecta: cuatro informes periciales desmienten categóricamente lo sostenido por la Resolución Sancionatoria.

Más allá del cumplimiento formal del deber de vigilancia -que, como ya se ha demostrado, fue ejercido a cabalidad por nuestros representados-, lo cierto es que la valoración realizada por C&A no solo se ajustó estrictamente a los estándares técnicos y normativos exigibles, sino que, además, ha sido posteriormente validada por múltiples actores



*independientes, todos ellos de reconocida competencia técnica y prestigio en el mercado financiero.*

*En primer lugar, la firma auditora **BDO Auditores** (“BDO”) debidamente inscrita en los registros de la CMF, revisó ex post la valorización practicada por C&A y **concluyó categóricamente que esta era correcta, coherente y plenamente consistente con la normativa contable y financiera vigente, incluidas las NIIF9 Y NIIF13.** No hablamos de una simple opinión: se trata del juicio técnico fundado de una entidad experta, supervisada por la propia autoridad que ahora pretende sancionar a quienes contrataron a C&A.*

*En segundo lugar, la firma internacional **PricewaterhouseCoopers** (“PwC”) -la mayor auditora del mundo, líder indiscutida en estándares de control financiero-, en un análisis totalmente independiente, arribó a la misma conclusión: la metodología aplicada por C&A estaba dentro de los parámetros razonables ajustándose rigurosamente a las mejores prácticas internacionales para la valorización de activos financieros con liquidez restringida.*

*En tercer lugar, y quizá de mayor peso desde una perspectiva académica y doctrinal, el profesor Erwin Hansen (...) elaboró un informe técnico exhaustivo que desmonta tajantemente la tesis de la Resolución Sancionatoria.*

*(...)*

*Estos pronunciamientos, respaldados además por el propio trabajo original de C&A, no dejan margen razonable alguno para sostener que existió una infracción al deber de “velar por la correcta valorización”. **Cuatro fuentes distintas – dos auditoras de primer nivel, un académico experto con autoridad institucional y la propia empresa valorizadora- coinciden sin ambigüedades: la metodología aplicada fue técnicamente sólida, jurídicamente válida y plenamente consistente con la normativa aplicable.***

*(...)*

***En lugar de confrontar los antecedentes más sólidos, la autoridad construye un relato sancionatorio sobre el silencio, prescindiendo de la prueba más relevante y desatendiendo la opinión de expertos cuya competencia y objetividad resultan incuestionables.***

*Este proceder no solo carece de sustento técnico y jurídico, sino que revela un preocupante sesgo investigativo, incompatible con los principios de objetividad, imparcialidad y racionalidad que deben regir toda actuación administrativa. **Si la CMF insiste en sostener su tesis, no lo hace apoyada en hechos ni en criterios técnicos, sino por una necesidad argumentativa que exige forzar conclusiones en abierta contradicción con la evidencia disponible.***

*La paradoja es tan evidente como inquietante: la autoridad ignora a las auditoras que ella misma supervisa, desoye el análisis independiente de la mayor firma de auditoría del mundo, pasa por alto el informe exhaustivo de un académico de referencia y desconoce incluso la idoneidad de la empresa valorizadora contratada. **Todo ello para sostener una tesis que, sin prueba técnica ni respaldo normativo, pretende responsabilizar a un directorio que hizo exactamente lo que la ley exige: encargar a un tercero especializado, independiente y competente la realización de una tarea compleja y altamente técnica.***

***Sostener la sanción bajo estos términos es, en definitiva, instalar un régimen de responsabilidad objetiva prohibida por nuestro ordenamiento jurídico y sentar un precedente***



**peligrosísimo para la gobernanza de los fondos de inversión: ningún director, por más diligente que sea, podría evitar ser sancionado si, a los después, la autoridad decide discrepar del criterio técnico aplicado por un experto independiente.”**

“3.13. La tesis de la valorización que sostiene la Resolución Sancionatoria no resulta razonable en el caso en concreto.”

Los recurrentes señalan que la Resolución Sancionatoria “parte de una premisa equivocada y solo puede sostenerse a la luz de hechos conocidos con posterioridad, que eran imprevisibles al momento de la decisión

Para determinar si la metodología utilizada en la valorización del Fondo era o no correcta, resulta indispensable comprender primero el objeto y la racionalidad económica del Fondo.”

Indican que, en abril de 2022, el señor Antonio Jalaff se desempeñaba como vicepresidente ejecutivo e integraba el comité de ejecutivos del Grupo Patio, momento en el que presentó su renuncia pues “atravesaba una compleja situación financiera: **a través de su sociedad Inversiones San Antonio Limitada había acumulado una deuda cercana a \$25.000 millones aproximadamente, lo que le impedía cumplir oportunamente con sus compromisos financieros y crediticios.**

No obstante, el señor Jalaff mantenía- a través de sus sociedades- una participación indirecta de **3,87% en Grupo Patio, cuya valorización ascendía aproximadamente a UF 19.000.000 aproximadamente.** En consecuencia, su patrimonio neto era más que suficiente para responder a sus obligaciones, enfrentando únicamente un problema de liquidez.

En virtud de lo anterior, “se buscó generar un mecanismo” que permitiera cumplir estas obligaciones, indicando que la “solución acordada consistió en que el señor Jalaff podría a disposición su participación indirecta en el Grupo Patio, un activo cuyo valor neto era suficiente para cubrir el total de sus deudas.

Para materializar esta solución, el Fondo se estructuró con un diseño claro: adquirir los créditos de los acreedores del Sr. Jalaff, otorgando a estos dos opciones:

- convertirse en aportantes Serie A, reemplazando sus créditos por una participación en el Fondo; o
- vender sus acreencias a aportantes Serie B, quienes querían acceder indirectamente a una participación en Inversiones Santa Teresita y FIP 180, vehículos controladores de una participación en Grupo Patio SpA.

En definitiva, la operación fue concebida como una reestructuración patrimonial compleja, **que buscaba aislar la participación de Jalaff en Grupo Patio y radicarla en una sola sociedad para facilitar la satisfacción de las obligaciones con sus acreedores”**

Los recurrentes señalan que la Resolución Sancionatoria “desconoce por completo esta racionalidad económica. Su tesis central es que los activos del Fondo debieron valorizarse como deuda y no como instrumentos de capital (...)

El error es evidente. **Los aportantes no buscaban cobrar créditos incobrables; buscaban participar del valor patrimonial del Grupo Patio.** Pretender que la valorización de hiciera como si se tratara de una cobranza judicial es desconocer completamente la naturaleza del negocio, el



diseño del Fondo y las expectativas legítimas de quienes invirtieron en él. **Si el objetivo hubiera sido recuperar créditos dudosos, la estructura habría sido otra: habría existido un mandato de recaudación, se habría calculado el valor descontando contingencias y, desde luego, no se habría montado un vehículo de inversión complejo con participación indirecta de un activo inmobiliario de gran valor.**

Desde perspectiva técnica, bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los instrumentos en cuestión podían tratarse de dos maneras igualmente correctas:

- como un instrumento compuesto, conforme a la NIC 32, distribuyendo su valor entre el componente de deuda y el de patrimonio; o
- como un instrumento único, de acuerdo con la NIIF 9, considerando su naturaleza híbrida

Lo esencial es que ambos enfoques conducen al mismo resultado: **el valor razonable del instrumento se determina principalmente por el componente patrimonial.**

En el momento inicial, además el componente de deuda no representaba un escenario “no probable”. **Era plenamente razonable que el valorizador asumiera que el mercado asignaría mayor parte del valor al equity, dado que la promesa de conversión era el motor principal del instrumento financiero.** Por tanto, el riesgo de crédito asociado al componente deuda era, en la práctica, marginal, salvo que se deteriorara sustancialmente el valor del capital.

Por ello, la pregunta central es inevitable: **¿era razonable valorar los activos como patrimonio y no como deuda?** La respuesta es categórica: sí, absolutamente. Cualquier valorizador diligente, considerando la estructura del vehículo, el objeto del Fondo y el valor del Grupo Patio, habría llegado a la misma conclusión. Así lo confirman los informes técnicos elaborados por BDO, PricewaterhouseCoopers y el profesor Erwin Hansen, todos ellos acompañados en autos y omitidos o analizados de forma insuficiente por la Resolución Sancionatoria, los cuales coinciden unánimemente en validar la metodología empleada.

Los hechos que luego alteraron el valor del Grupo Patio fueron imprevisibles. Situaciones públicas y notorias, como el “Caso Audios” y la súbita alza de las tasas de interés que afectaron de forma directa el negocio inmobiliario, socavaron significativamente el valor del activo subyacente. Estos eventos, completamente imponderables para un directorio situado en el momento cero, transformaron lo que inicialmente era una estructura sólida y atractiva en una inversión que, con el tiempo, resultó menos favorable.

Pero la ocurrencia de hechos adversos no convierte retroactivamente en negligente la conducta de nuestros representados. El estándar de diligencia aplicable a los directores no se mide por los resultados obtenidos, sino por las acciones adoptadas ex ante, atendiendo la información disponible al momento de decidir.

Por lo mismo, tampoco puede sostenerse que los propios aportantes hayan actuado negligentemente al invertir en el Fondo. No hubo error alguno en su proceso de decisión: simplemente realizaron una inversión que, a la luz de hechos sobrevinientes e imprevisibles, terminó siendo desfavorable. Esta es, precisamente, la naturaleza de los mercados: la existencia del riesgo es consustancial a toda inversión, y la materialización de ese riesgo no equivale a la falta de diligencia.



*En definitiva, el reproche de la Resolución Sancionatoria descansa en una premisa tan simple como equivocada: pretender que un vehículo diseñado para participar en un activo patrimonial de alto valor sea tratado, ex post, como si fuera una oficina de cobranza judicial. La CMF parece juzgar con el “diario del lunes”, exigiendo a nuestros representados que anticiparan hechos imprevisibles, como el “caso Audios” o el abrupto cambio de las tasas de interés, como si los directores tuvieran una bola de cristal.”*

*“3.1.4. La existencia de cuatro informes técnicos y dos votos disidentes que respaldan la corrección de la metodología impide sostener que exista una interpretación pacífica: en caso de duda, no procede sancionar al administrado.”*

Los recurrentes hacen presente que en el expediente constan cuatro informes técnicos que **“concluyen, sin ambigüedades que, la metodología utilizada por C&A en la valorización de los activos del Fondo fue correcta, coherente y consistente con la normativa contable y financiera vigente”**

Adicionalmente, señala el recurso que dos comisionados de la CMF “votaron expresamente en contra de sancionar a los exdirectores de LVA AGF, sosteniendo que estos no infringieron los deberes de diligencia previstos en la Ley N°20.712”.

Indican que lo anterior da cuenta de una “divergencia técnica y jurídica significativa. **Si las principales auditoras del mercado, un académico de referencia nacional, la propia empresa valorizadora, y dos comisionados del órgano sancionador coinciden en que la metodología aplicada era correcta, no resulta jurídicamente sostenible que se imponga una sanción sobre la base de una interpretación unilateral que ignora toda esa evidencia.**

*En este escenario, el derecho administrativo sancionador establece una regla elemental e inderogable: **en caso de duda, se debe favorecer al administrado.** Este principio, reconocido en doctrina y jurisprudencia bajo la máxima in dubio pro reo, impide sancionar cuando existe ambigüedad normativa, controversia técnica sustantiva o divergencia de criterios entre órganos especializados”*

El recurso considera que no se está frente a una “duda marginal” pues **“la propia CMF se encuentra dividida internamente, el mercado ha validado la metodología aplicada y ningún actor independiente ha respaldado la tesis sostenida por la Resolución Sancionatoria.**

*Sostener la sanción en estas condiciones equivale, en la práctica, a instaurar un estándar arbitrario, imprevisible e incompatible con la seguridad jurídica. Ningún director de administradora general de fondos podría cumplir razonablemente con su deber de diligencia si, años después, la autoridad decide cambiar el criterio técnico y sancionar lo que, en su momento, fue considerado correcto por los principales auditores del mercado y por especialistas académicos de referencia*

**Esto no solo contradice el principio de tipicidad, sino que vulnera gravemente los principios de confianza legítima y de pro administrado, que exigen que las dudas interpretativas se resuelvan siempre en favor de los ciudadanos”**

A continuación, los recurrentes señalan que la Resolución Sancionatoria “omite confrontar los antecedentes técnicos más relevantes del expediente.



***En lugar de analizar y refutar los informes emitidos por BDO, PwC, el profesor Erwin Hansen y la propia C&A, simplemente los ignora (citar no es analizar), construyendo un relato sancionatorio desvinculado de la prueba empírica y del análisis experto.***

*El resultado es inaceptable: mientras la mayoría de la evidencia apunta de manera inequívoca a la corrección de la metodología aplicada y mientras incluso dentro del propio Consejo existe un disenso explícito, **la mayoría de la Comisión persiste en sancionar a los exdirectores de LVA AGF como si existiera una verdad técnica incontrovertida.** Esta postura, además de injusta, socava la credibilidad de la autoridad sancionadora y genera un precedente peligroso para la gobernanza de los fondos de inversión.*

*Porque si se admite sancionar en un contexto de evidencia contradictoria y criterios divergentes, la consecuencia práctica es devastadora: **ningún director por más diligente que sea, podrá sentirse protegido por la ley si, en el futuro, la autoridad decide reinterpretar criterios técnicos sobre la base de visiones unilaterales, desoyendo a expertos, auditores y hasta sus propios comisionados.***

**Un mercado financiero sólido exige certeza normativa, estándares claros y criterios predecibles.** La Resolución Sancionatoria, en cambio, opta por imponer sanciones donde la propia prueba y los actores especializados sostienen lo contrario, configurando un acto arbitrario y contrario a los principios más básicos del debido proceso sancionador.

*Por todo ello, no solo es improcedente la sanción: **es jurídicamente inviable.** En presencia de informes técnicos coincidentes, auditorías externas concluyentes, validaciones académicas y votos disidentes dentro de la misma autoridad, la existencia de una interpretación pacífica queda descartada. En estas condiciones, imponer sanciones equivale a invertir la lógica del derecho sancionador y a vulnerar garantías esenciales de los ciudadanos frente al poder del Estado.*

3.2. **La Resolución Sancionatoria, al sancionar a los exdirectores por el cargo N°3, infringió el artículo 20 de la ley N°20.712 -en particular su letra b)- al desconocer que el Reglamento Interno cumplía íntegramente con la legislación y normativa especial y al reprochar de forma improcedente, que la entrega de antecedentes complementarios constituyera un acto de negligencia**

*Uno de los reproches más graves y, a la vez, más infundados contenidos en la Resolución Sancionatoria es aquel que sostiene que los directores de LVA AGF habrían incumplido el deber de informar adecuadamente el objeto y las características del Fondo en el Reglamento Interno, generando con ello -supuestamente- una situación de error o confusión en los inversionistas respecto de la naturaleza y los riesgos de su inversión.*

*Esta acusación es jurídicamente insostenible, técnica y doctrinariamente errónea, y se construye sobre una comprensión manifiestamente equivocada del marco normativo aplicable a los reglamentos internos de fondos de inversión.*

**El Reglamento Interno del Fondo cumple íntegramente con todos y cada uno de los requisitos legales y reglamentarios establecidos por la Ley N°20.712 y por la normativa dictada por la CMF, incorporando toda la información básica y esencial que la regulación exige,**

*No existe, por tanto, ni siquiera en hipótesis, un incumplimiento normativo atribuible al directorio en esta materia.*



Lejos de limitarse a satisfacer las exigencias mínimas, el directorio adoptó medidas de diligencia adicionales para reforzar la transparencia y asegurar que ningún aportante ni cliente final pudiera alegar desconocimiento sobre la estructura, condiciones o riesgos de la inversión. **En esta línea, encargaron expresamente la preparación de un documento complementario, denominado “Acuerdo”, que debía ser suscrito no solo por los aportantes directos, sino también por sus clientes finales de custodia.**

El Acuerdo contenía, con un nivel de detalle excepcional, toda la información relevante sobre la estructura jurídica del Fondo, los flujos financieros, las etapas del negocio, las garantías y los riesgos asociados. **Este documento no subsanaba falencias -porque el Reglamento Interno ya cumplía cabalmente la normativa-, sino que constituía una medida voluntaria y proactiva, destinada a elevar el estándar de transparencia y proteger a los inversionistas, más allá de los que la propia ley exige.**

Sostener que esta adecuación, que supera con creces el cumplimiento normativo, podría constituir un acto de negligencia es un contrasentido inaceptable. No hubo omisión, no hubo confusión y mucho menos falta de información: **lo que hubo fue un esfuerzo consciente del directorio por garantizar que todos los intervinientes contaran con antecedentes completos, claros y precisos, dirigidos a inversionistas calificados.**

El reproche de la Resolución Sancionatoria, entonces, no solo carece de sustento técnico y jurídico, sino que desconoce inexplicablemente las medidas extraordinarias adoptadas por los directores para cumplir y superar el estándar de diligencia exigido por la Ley N°20.712 y las buenas prácticas del mercado.

3.2.1 El deber de los exdirectores de LVA AGF se cumplió al encargar la elaboración del Reglamento Interno a un tercero especializado: se trata de un deber de diligencia, no de resultado.

Tal como consta en los antecedentes -y ha sido expresamente reconocido por la Resolución Sancionatoria-, **el Reglamento Interno del Fondo fue revisado y validado por el estudio Jurídico Barros & Errázuriz, indiscutiblemente la oficina de mayor prestigio en Chile en materia de fondos de inversión.**

Este hecho es decisivo y no puede ser minimizado: el directorio de LVA AGF adoptó una decisión consciente y deliberada de encargar la revisión y validación del Reglamento Interno a un tercero especializado de la más alta reputación técnica.

Este punto es fundamental porque define el alcance real del deber de diligencia que pesa sobre los directores. La ley -y en particular el artículo 20 de la Ley N°20.712- **no exige que los directores redacten personalmente el Reglamento Interno ni que sean expertos en derecho financiero o en las complejas normas administrativas que regulan los fondos de inversión.**

Su deber es otro: “velar” para que el Reglamento Interno cumpla con la normativa vigente, **lo que significa adoptar medidas razonables para garantizar su ajuste a derecho, entre ellas encargar su revisión y elaboración a especialistas idóneos.**

Eso fue exactamente lo que hicieron nuestros representados. Acudieron a Barros & Errázuriz, el estudio jurídico más reputado del país en la materia, y le confiaron una tarea eminentemente técnica, asegurando así que el documento cumpliera estrictamente con todas las disposiciones legales y reglamentarias aplicables. **Los directores actuaron, por tanto, con un estándar reforzado de diligencia: no improvisaron, no delegaron en asesores de segundo**



orden, sino que confiaron la revisión de un documento crítico a los máximos expertos disponibles.

*Exigirles, como pretende la Resolución Sancionatoria, que los propios directores hubiesen validado jurídicamente el contenido del Reglamento Interno, implicaría desnaturalizar por completo su rol. Los directores no son necesariamente abogados (de hecho entre los ex directores sancionados no hay un solo abogado), ni están llamados a serlo: **su función es tomar decisiones estratégicas y velar porque las tareas técnicas sean asumidas por quienes cuentan con las competencias adecuadas. Pretender lo contrario equivale a instalar un estándar imposible de cumplir y a sancionar a quienes actuaron justamente como la ley y las buenas prácticas exigen.***

*“3.2.2. El Reglamento Interno del Fondo cumplió estrictamente con la Ley N°20.712 y la NCG N°365 de la CMF.”*

Los recurrentes señalan que el reglamento cumplió con la normativa vigente, lo que se acreditaría tanto a través de su simple revisión, como también con el informe pericial encargado y la prueba testimonial rendida.

Se indica que el informe pericial emitido por José Miguel Ried, “no es siquiera analizado por la Resolución Sancionatoria (...) no fue controvertido por ningún otro peritaje de similar rigor”. El citado informe “**realiza un análisis comparativo exhaustivo sobre un universo de 1.366 reglamentos internos de fondos registrados en Chile, y concluye de forma categórica, que el Reglamento Interno del Fondo cumple cabalmente con todas las disposiciones legales y reglamentarias aplicables y que, además, se alinea con las prácticas mayoritarias y aceptadas en el mercado.**”

La reposición señala que el “informe desmonta, con datos objetivos y evidencia empírica, la tesis central de la Resolución Sancionatoria: no existe infracción normativa alguna, ni desviación respecto de los estándares exigidos por la Ley N°20.712 ni por la NCG N°365 de la propia CMF.

*Por el contrario, el Reglamento Interno del Fondo se sitúa dentro del promedio de la industria e, incluso, supera los niveles de detalle informativo observados en la mayoría de los reglamentos analizados.*

*Resulta, por tanto, inexplicable e improcedente que la Resolución Sancionatoria ignore como si no hubiera existido un antecedente pericial de tal magnitud. Si la evidencia empírica demuestra que cientos de reglamentos internos vigentes -estructurados de forma similar- han sido aceptados por la propia CMF sin reparo alguno, ¿cómo justificar que solo se sancione a los exdirectores de LVA AGF?*

*En un procedimiento sancionador, la autoridad tiene el deber de analizar toda la prueba relevante y, especialmente, aquella que contradice su hipótesis acusatoria. **La omisión del informe del profesor Ried demuestra que la Resolución optó por construir un relato sancionatorio prescindiendo voluntariamente del antecedente técnico más sólido disponible, vulnerando con ello los principios de objetividad, racionalidad y debido proceso que rigen toda actuación administrativa.***

*Pero no solo se omitió el informe pericial.*



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

**La Resolución Sancionatoria también descarta sin fundamento la prueba testimonial, argumentando que los testigos no estaban “relacionados con los hechos”, a pesar de que todos ellos reconocieron haber revisado el Reglamento Interno, documento que además es público.**

*No se trata de cualquier prueba, sino de declaraciones rendidas por profesionales de reconocida trayectoria en la industria financiera, con amplia experiencia en la estructuración, fiscalización y operación de fondos de inversión. Personas que no solo han participado activamente en el diseño y control de vehículos de inversión similares al Fondo, sino que además el conocimiento técnico y normativo para evaluar la legalidad y razonabilidad de los instrumentos cuestionados.”*

En relación con lo anterior, la reposición hace referencia las declaraciones de:

- a) **Hernán Santiago Guerrero Hinojosa**, “experto en revisión de reglamentos internos y en cumplimiento normativo”
- b) **Cristián Fabres**, abogado, “uno de los expertos más destacados en regulación financiera y redacción de reglamentos internos de fondos”
- c) **Fernando Sánchez**, “uno de los principales gestores y controladores de fondos en Chile”

Los recurrentes señalan que “**La exclusión sistemática de este conjunto de testimonios clave compromete gravemente la validez de la Resolución Sancionatoria. No solo se omite la evidencia pericial y testimonial más relevante, sino que además se desatiende deliberadamente la práctica del propio mercado.**”

3.2.3 El documento “Acuerdo” que encargó el directorio suscribir con los aportantes del Fondo, e incluso con los clientes finales no es prueba de negligencia. Todo lo contrario, acredita un estándar muy superior

Lejos de constituir un indicio de negligencia, el denominado “Acuerdo” -encargado expresamente por el directorio de LVA AGF como condición previa para aprobar la creación del Fondo- acredita un estándar reforzado de diligencia, transparencia y protección al inversionista.

Pretender lo contrario es desconocer los hechos, el contexto y las mejores prácticas de gobernanza vigentes en la industria de fondos de inversión.

El reproche de la Resolución Sancionatoria se torna, por lo mismo, incomprensible: **omite considerar que toda la información cuya supuesta omisión se cuestiona fue efectivamente incluida en un documento complementario elaborado deliberadamente por instrucción del directorio.** Este instrumento, denominado Acuerdo, fue diseñado para proporcionar a los aportantes un nivel de información aún más detallado que el exigido por la normativa, con el fin de garantizar transparencia plena y consentimiento informado.

Este Acuerdo:

- *Contenía una descripción detallada del objeto del Fondo y de la inversión en Grupo Patio.*
- *Fue suscrito no solo por STF Corredores, sino también por cada uno de los inversionistas calificados finales, garantizando así que todos los intervinientes conocieran plenamente la estructura y riesgos de la inversión.*



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

- Incorporó antecedentes determinantes sobre las series, los riesgos asociados, la estructura jurídica y financiera de la operación y, además, incluyó declaraciones explícitas de conocimiento y aceptación informada por parte de los aportantes.

En consecuencia, no solo se cumplieron los estándares legales de información, sino que el directorio implementó un modelo reforzado de transparencia que excedía ampliamente lo exigido por la normativa vigente.

(...)

La conclusión de la Resolución Sancionatoria, en este contexto, resulta paradójica e inaceptable: **reprocha a los directores haber entregado más información que la exigida por la ley, a través de canales adecuados, con consentimiento informado y en línea con las mejores prácticas del mercado.**

En otras palabras, penaliza el cumplimiento reforzado del deber de diligencia, sancionando precisamente aquello que la normativa y la doctrina celebran como modelo de gobernanza.

**Este enfoque no solo es absurdo en términos prácticos, sino que vulnera directamente el principio de legalidad, al sancionar conductas que no infringen norma alguna y que, por el contrario, se ajustan plenamente a la normativa vigente y a los estándares internacionales de protección al inversionista.**

Finalmente, es relevante destacar que ni la legalidad del Acuerdo ni la transparencia del procedimiento han sido cuestionadas por tribunal alguno, por la propia CMF en otros contextos, ni por ninguno de los partícipes del Fondo.

3.2.4 La Resolución Sancionatoria olvida por completo analizar en este cargo que los aportantes del Fondo eran inversionistas calificados, por lo que es insostenible argumentar que estos no comprendían cabalmente el riesgo y naturaleza del Fondo.

Finalmente, en este cargo la Resolución Sancionatoria pasa por alto un hecho esencial: **todos los aportantes del Fondo era inversionistas calificados.**

Este punto no es menor, porque quienes participan en esta categoría cuentan con experiencia previa en el mercado financiero, capacidad patrimonial suficiente y conocimiento técnico para evaluar la naturaleza, estructura y riesgos asociados a las operaciones de inversión.

(...)

Por lo mismo, **resulta insostenible que la Resolución Sancionatoria intente construir un reproche bajo la premisa de que estos aportantes no comprendían cabalmente los riesgos y características del Fondo.**

Pretenderlo equivale a desconocer la definición de “inversionista calificado” y vaciar de contenido el régimen diferenciado de protección que la normativa ha diseñado expresamente para ellos.

Más aún, la condición de inversionistas calificados fue verificada, acreditada y documentada en cada contrato suscrito, tanto por los aportantes directos como por sus clientes finales, quienes firmaron el Acuerdo elaborado por instrucción del directorio.



**En este documento, además, se incluyeron declaraciones explícitas de conocimiento, comprensión y aceptación informada respecto de la estructura, las condiciones y los riesgos de la inversión.**

Así, cuando la Resolución Sancionatoria sugiere que los aportantes carecerían de información suficiente o desconocían los riesgos, no solo desconoce la calidad de inversionistas calificados de los partícipes, sino que ignora deliberadamente los instrumentos que garantizaban que todos contarán con información detallada y precisa.

En consecuencia, el reproche contenido en este cargo se desmorona: sancionar al directorio bajo la hipótesis de que los inversionistas estaban confundidos o mal informados es jurídica y fácticamente insostenible cuando, en realidad, se trata de actores con alto nivel de sofisticación, acceso pleno a la información y experiencia suficiente para comprender la operación en todos sus alcances.

3.2.5 Finalmente, la existencia de informes periciales coincidentes y votos disidentes acredita, como mínimo, la existencia de una duda razonable: en ese escenario, no se puede sancionar.

En este cargo ocurre lo mismo con las valorizaciones: **el expediente administrativo contiene informes periciales independientes que concluyen que el Reglamento Interno del Fondo cumplía íntegramente con la Ley N° 20.712 y con la NCG N° 365, y dos comisionados de la propia CMF votaron expresamente en contra de sancionar a los exdirectores de LVA AGF, sosteniendo que no infringieron deber alguno.**

Estos antecedentes demuestran que no existe una interpretación pacífica sobre la supuesta infracción.

**Si expertos, auditores, académicos y miembros del propio Consejo discrepan de la tesis sancionatoria, no puede sostenerse jurídicamente que los directores actuaron con negligencia.**

En derecho administrativo sancionador, la duda razonable siempre se resuelve a favor del administrado. Lo contrario sería instalar un estándar arbitrario, en el que sanciona incluso cuando los propios órganos técnicos no logran consenso. En estas condiciones, imponer sanciones equivale a instaurar, de facto, un régimen de responsabilidad objetiva prohibido por la ley.

3.3. **La Resolución Sancionatoria también infringe la legislación al determinar la cuantía de la multa en contra de los ex directores de LVA AGF**

Los recurrentes señalan que se “infringe lo dispuesto en el artículo 38 del DL 3538, al ponderar de manera incompleta, inconsistente y arbitraria los criterios legales que deben aplicarse para graduar las sanciones impuestas a los exdirectores de LVA AGF.”

Conforme a lo anterior, da cuenta del siguiente análisis de los parámetros contenidos en la precitada norma:

**“Primero,** respecto del supuesto al “beneficio económico obtenido”, la Resolución Sancionatoria no dice una sola palabra. No analiza, no describe y no siquiera intenta acreditar que los exdirectores de LVA AGF hayan obtenido algún provecho personal derivado de los hechos que injustamente se les imputan.



Esta omisión no es casual: **no existe antecedente alguno que permita sostener que nuestros representados se hayan beneficiado económicamente con las conductas que se les reprocha, por la siempre razón que es imposible.**

Y, sin embargo, sobre la base de hechos en los que nunca intervinieron directamente y de los que no obtuvieron un solo peso, se les impone una multa desproporcionada y ejemplarizante, sin respaldo fáctico ni jurídico.

No ponderar este criterio en su favor, cuando la propia autoridad reconoce implícitamente que no hubo beneficio, es una vulneración directa de los principios de tipicidad y proporcionalidad sancionatoria.

**Segundo**, en cuanto al supuesto “daño o riesgo causado”, la Resolución Sancionatoria se aparta completamente de la realidad acreditada. Los hechos demuestran que nuestros representados no provocaron el daño que hoy se les reprocha y, muy por el contrario, fueron ellos quienes impulsaron medidas concretas para mitigar cualquier potencial perjuicio a los aportantes.

En efecto, **el exdirectorío de LVA AGF impulsó un plan reparatorio voluntario con el fin de recomprar las cuotas del Fondo pertenecientes a los inversionistas supuestamente afectados**. No obstante, la Resolución Sancionatoria presenta una versión distorsionada y objetivamente errónea de la magnitud de este esfuerzo, al afirmar que las cuotas recompradas equivalen a apenas \$1.121.376.050, **cuando el monto realmente compensado asciende a más de \$3.300 millones**.

La diferencia no es marginal: **hablamos de un error que triplica la cifra oficial**. Este dato, lejos de ser accesorio, afecta directamente la valoración del estándar de diligencia del directorío. Al omitir deliberadamente el verdadero alcance del plan reparatorio, la Resolución Sancionatoria construye un relato que minimiza la magnitud del esfuerzo asumido por los ex directores, desvirtuando por completo la realidad de los hechos.

**Lo cierto es que el directorío impulsó un plan de reparación más de tres veces superior a la reconocida por la autoridad**, demostrando un compromiso excepcional con los inversionistas y un estándar de responsabilidad muy por encima de lo que la ley les exigía. Pretender sancionar a quienes además de cumplir la normativa, adoptaron medidas voluntarias de reparación de esta envergadura, no solo es jurídicamente insostenible, sino que revela una aproximación parcial e incompleta de los hechos por parte de la autoridad.

**Tercero**, respecto de la “capacidad económica del infractor”, la Resolución Sancionatoria simplemente se limita a afirmar que “no se rindió prueba” sobre este punto, utilizando tal supuesto silencio para agravar la sanción.

**Este razonamiento es jurídicamente insostenible.**

**El peso de acreditar este factor corresponde exclusivamente a la autoridad sancionadora, no a los fiscalizados, quienes se defendieron desde el inicio afirmando su inocencia**. No les corresponde, por tanto, probar una eventual incapacidad económica, menos aun cuando se les atribuye responsabilidad sin acreditar infracción alguna.

**La CMF, si pretendía considerar este elemento para graduar la sanción, debió recabar activamente los antecedentes necesarios o abstenerse de ponderarlo**. Al invertir la carga de la



prueba, la Resolución Sancionatoria vulnera principios esenciales del derecho sancionador, como la presunción de inocencia, la legalidad y la racionalidad en la determinación de las sanciones.

Cuarto, la desproporción en la aplicación de las sanciones alcanza niveles que resultan difíciles de explicar.

El artículo 38 del DL N° 3.538 exige expresamente que se consideren las sanciones aplicadas en casos similares, **pero la Resolución Sancionatoria omite cualquier análisis serio de precedentes, imponiendo a cada exdirector de LVA AGF multas individuales de 5.000 UF.**

Este monto resulta escandaloso cuando se contrasta con las sanciones impuestas en casos notoriamente más graves, **como el de STF Capital Corredores de Bolsa SpA., entidad que incurrió en irregularidades patrimoniales severas que derivaron en problemas de solvencia, operaciones riesgosas y actuaciones con potenciales implicancias penales.**

La comparación es devastadora.

**STF Capital, que ocultó durante meses -e incluso años- su incumplimiento sistemático de los índices patrimoniales mínimos exigidos por la normativa, lo hizo con la pasividad, cuando no complicidad de la propia CMF, que sabía de estas irregularidades y no adoptó ninguna medida preventiva.**

Y, sin embargo, la CMF sancionó a STF Capital con una multa global de 13.500 UF y la cancelación de su registro, mientras que a los exdirectores de LVA AGF -que actuaron diligentemente, que no obtuvieron beneficios personales, que contrataron a los mejores expertos y que implementaron mecanismos reparatorios voluntarios- se les imponen multas individuales de 5.000 UF cada uno.

Si llevamos estos datos a proporciones objetivas, la incongruencia salta a la vista:

Caso STF Capital: multa total de 13.500 UF por infracciones múltiples, graves, sostenidas en el tiempo y con potenciales aristas penales

Exdirectores LVA AGF: multa total de 20.000 UF (5 directores x 5.000) UF, **un 48% superior a la sanción aplicada a STF Capital, a pesar de que no obtuvieron beneficio alguno, no ocultaron información y no pusieron en riesgo la solvencia del sistema financiero.**

La irracionalidad se acentúa al comparar con el Sr. Luis Flores Cuevas, ejecutivo del STF, sancionado con 10.800 UF y 5 años de inhabilidad.

**Su multa representa la mitad de lo que, en términos agregados, deben pagar los exdirectores de LVA AGF, quienes no cometieron ninguna de las infracciones que sí acreditaron en su caso.**

Así mientras a quienes ocultaron índices patrimoniales, comprometieron la solvencia de la entidad, engañaron al mercado y generaron operaciones de alto riesgo se les imponen sanciones significativamente menores, a quienes actuaron conforme a derecho se les sanciona con un rigor desproporcionado e injustificable.

La incongruencia institucional es, por tanto insostenible.



**Mientras la CMF exhibe indulgencia frente a infracciones que comprometen la integridad misma del sistema financiero, adopta un rigor ejemplarizante contra directores que actuaron dentro del marco de la ley y que desplegaron un estándar de diligencia superior.**

**Imponer multas individuales de 5.000 UF en este contexto equivale, en la práctica, a sancionar con más severidad a quienes hicieron todo lo que la ley exige -e incluso más-, que a quienes violaron normas esenciales con consecuencias sistémicas del sistema financiero.**

Esto no solo carece de justificación jurídica, sino que socava la legitimidad y la coherencia institucional de la CMF, generando un precedente que instala un clima de inseguridad regulatoria profundamente dañino para la industria de fondos de inversión.

**Finalmente, la Resolución omite ponderar la colaboración prestada durante la investigación, factor que el artículo 38 exige evaluar expresamente. Nuestros representados entregaron todos los antecedentes solicitados respondieron cada requerimiento y facilitaron activamente el acceso a la información necesaria.**

Ignorar este comportamiento colaborativo, lejos de atenuar la sanción, confirma que la Resolución Sancionatoria buscó desde un inicio construir un relato sancionatorio, prescindiendo deliberadamente de cualquier elemento que contradijera su tesis.

En definitiva, la Resolución Sancionatoria infringe de forma directa y reiterada el artículo 38 del DL 3538, al ponderar los criterios sancionatorios de manera incompleta, arbitraria e inconsistente.

**No se acreditó beneficio económico alguno; se subestimó el alcance real del plan reparatorio; se invirtió la carga de la prueba sobre la capacidad económica; se impusieron multas desproporcionadas en comparación con casos de verdadera gravedad, como STF Capital; y se ignoró la colaboración activa de los fiscalizados.”**

Conforme a lo anterior, se solicita “dejar sin efecto los cargos 1.1, 1.2 y 1.3, así como toda sanción asociada a los mismos, cerrando el presente procedimiento administrativo sancionador”

### III. ANÁLISIS.

**III.1. En primer lugar,** mediante presentación conjunta, los Recurrentes han interpuesto reposición, de modo que se analizarán sus alegaciones en los siguientes numerales.

**III.2. En cuanto al antecedente denominado “el voto dividido”,** los recurrentes plantean que la decisión contenida en la Resolución Sancionatoria no obedecería a una convicción unánime, lo que derivaría en incerteza jurídica y excedería el marco regulatorio actual.

Al respecto, corresponde observar que el texto expreso del artículo 52 del DL N° 3.538, establece que “El Consejo pondrá término al procedimiento sancionatorio mediante resolución fundada adoptada por la mayoría de los miembros presentes...”. Consta en la resolución que se cumple la disposición legal, por lo que estas alegaciones carecen de fundamento.



**III.3. En segundo lugar,** los recurrentes no esgrimen nuevos antecedentes en su Reposición y, a su vez, aquellos antecedentes que se reiteran en el Recurso ya fueron ponderados en la Resolución Sancionatoria.

Así también, se debe señalar que no hay controversia en cuanto a los siguientes aspectos:

**1. Que, Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos (“LV AGF o “Administradora”)** es una sociedad anónima especial dedicada a la administración de fondos de terceros y carteras individuales.

A su vez, el **directorio de la Administradora**, a la fecha de los hechos sancionados en la Resolución N°8.537, estaba compuesto por la Sra. **Andrea Larraín Soza** y los Sres. **Sebastián Cereceda Silva, José Correa Achurra, Jaime Oliveira Sánchez-Moliní, y Andrés Bulnes Muzard.**

Asimismo, que el **gerente general de la Administradora** a la fecha de los hechos fue el Sr. **Claudio Yáñez Fregonara (“Gerente General”).**

En ese sentido, se estableció que a las personas mencionadas les resultan aplicables las reglas sobre deberes fiduciarios en la administración de los Fondos y consiguientes deberes de información, publicidad y comercialización de cuotas contenidas en la LUF y la Ley 18.045, respectivamente, en relación con la regulación dictada por esta Comisión.

**2. Que, Grupo Patio SPA (“Grupo Patio”)** es una empresa que invierte en activos inmobiliarios, y que a agosto de 2022, el **gerente general de Grupo Patio** fue el Sr. **Álvaro Jalaff Sanz**; y, el **gerente de operaciones** fue el Sr. **Cristián Menichetti Pilasi, y a tal** fecha contaba con un comité de ejecutivos, integrado por **Álvaro Jalaff** (gerente general), **Cristián Cahe** (vicepresidente de finanzas), **Andrés Solari** (vicepresidente), **Pablo Manríquez** (gerente comercial) y **Cristián Menichetti** (gerente de operaciones).

Que, entre los **principales accionistas de Grupo Patio**, al 31 de diciembre de 2022, se encontraba la sociedad **Inversiones Santa Teresita S.p.A. (“Santa Teresita”)** con un 41,11% de su propiedad, sociedad que era de propiedad, entre otros, de la sociedad **Inversiones Patio S.p.A. (“Inversiones Patio”)** que tenía un 25,14% de su capital, la que a su vez era de propiedad, entre otros, de la sociedad **Inversiones San Antonio Limitada (“Inversiones San Antonio”)** que tenía un 21,28% de su capital, la que es de propiedad directa del Sr. **Antonio William Jalaff Sanz.**

Que, por su parte, el Sr. Antonio Jalaff Sanz tenía un 13,02% de la propiedad del **Fondo de Inversión Privado 180 (“FIP 180”)**, el que a su vez tenía un 8,51% de la propiedad de Grupo Patio, por una parte, y por otra, tenía una participación directa de **Lake Avenue Limitada (“Lake Avenue”)** en el **Fondo de Inversión 360 (“FIP 360”)** de 9,25%, el que a su vez tenía una participación directa en Inversiones 360 Limitada de 99,99% la que tenía una participación directa en Santa Teresita de un 14,94% la que tenía una participación directa de 41,11% en Grupo Patio, de modo que al 31 de diciembre de 2022, el Sr. **Antonio Jalaff Sanz** mantenía una **propiedad indirecta en acciones Grupo Patio SpA de 3,87%.**

**3. Que,** hasta abril del año 2022, el Sr. Antonio Jalaff formó parte de Grupo Patio integrando un comité de ejecutivos con el cargo de vicepresidente ejecutivo, momento en el que presentó su renuncia en virtud de que se encontraba atravesando una delicada situación financiera, pues a través de su sociedad Inversiones San Antonio había acumulado una deuda de alrededor de \$25.000 millones sin poder hacer frente a sus compromisos financieros y crediticios, lo que



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

determinó que un grupo de personas lo ayudaran a idear alternativas para enfrentar la situación de falta de liquidez de su empresa Inversiones San Antonio con el propósito de pagar todas sus deudas, para evitar un escenario de insolvencia o quiebra. De ese modo, se analizaron varias alternativas, entre ellas, una liquidación, una reorganización, una venta ordenada de activos, una venta de su participación a su familia, entre otras.

4. Que, en cuanto a la estructuración y creación del Fondo Capital Estructurado I (“Fondo”) administrado por LV AGF, cabe señalar que, en mayo de 2022, en las conversaciones que buscaban solucionar la falta de liquidez del Sr. Antonio Jalaff, se incorporó LV AGF, analizando la alternativa de crear un fondo de inversión público donde entrarían los distintos acreedores de Inversiones San Antonio y quedarían en una figura de fondo público cuya administración quedaría en manos de LV AGF.

En dicho mes, el Sr. Antonio Jalaff tomó la determinación de que la mejor solución para enfrentar su situación era la estructuración de un fondo de inversión público.

5. Que, el 7 de septiembre de 2022, a las 8:57 horas, el Sr. Felipe Porzio envió un correo electrónico al Sr. Claudio Yáñez Fregonara que adjuntaba el documento denominado “*Termsheet v1.pptx*”, a efectos de presentar la solicitud de la creación del fondo de inversión público para el pago de las deudas de Inversiones San Antonio antes referido, en el que se detalló lo siguiente:

- i. ***“Propósito del Fondo: Inversión e una participación indirecta en acciones de Grupo Patio SpA”.***
- ii. ***“Activo subyacente: En un inicio acciones de Lake Avenue SpA, acciones de Inversiones Patio y cuotas de FIP Patio Gestión. Luego de un breve plazo, acciones de Inversiones Santa Teresita SpA y cuotas de FIP Patio Gestión, equivalentes a una participación accionaria del 5% de Grupo Patio SpA”.***
- iii. ***“Método de Valorización del Activo Subyacente: Valor Patrimonial, el que será calculado a lo menos una vez al año por una empresa valorizadora”.***

6. Que el 15 de diciembre de 2022, en Sesión Ordinaria de Directorio de LV AGF con la asistencia de su presidente el Sr. Andrés Bulnes Muzard, de los directores Sra. Andrea Larraín Soza, y los Sres. José Rafael Correa Achurra, Sebastián Cereceda Silva y Jaime Oliveira Sánchez-Moliní, y del gerente general de la Administradora, Sr. Claudio Yáñez Fregonara, se aprobó por unanimidad la creación del Fondo de Inversión Capital Estructurado I.

7. Que, las características del Fondo contempladas en su Reglamento Interno fueron las siguientes:



**REGLAMENTO INTERNO  
FONDO DE INVERSIÓN CAPITAL ESTRUCTURADO I**

**1. CARACTERÍSTICAS DEL FONDO.**

**1.1. CARACTERÍSTICAS GENERALES.**

Nombre del Fondo	:	Fondo de Inversión Capital Estructurado I
Razón social de la Sociedad Administradora	:	Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos
Tipo de Fondo	:	Fondo de Inversión No Rescatable.
Tipo de Inversionista	:	Fondo dirigido a inversionistas calificados.
Plazo máximo de pago de rescate	:	El Fondo no permite el rescate de las Cuotas.

El objeto declarado del Fondo fue el siguiente: ***“Inversión directa o indirecta, en títulos representativos (i) de capital de la sociedad Inversiones Santa Teresita SpA, Rol Único Tributario N°76.481.280-8 y del Fondo de Inversión Privado 180, Rol Único Tributario N°76.337.453-K, o (ii) de deuda o de capital de sociedades o fondos que mantengan una participación directa o indirecta en los “Vehículos”. Para los efectos de la inversión indirecta, el Fondo podrá invertir en títulos representativos de capital o de deuda de sociedades chilenas o fondos de inversión chilenos.”***

En ese sentido, el objeto del Fondo era realizar inversiones directas o indirectas en títulos de deuda y capital de las sociedades Inversiones Santa Teresita y FIP 180, e inversiones en deuda o de capital de sociedades que tuvieran participación directa o indirecta en aquéllas. Por consiguiente, no se encuentra controvertido que en el Reglamento Interno no se explicitó la participación indirecta en la propiedad de Grupo Patio -que dependía de la estructura corporativa antes consignada- y cómo esta participación indirecta se iba a materializar, que correspondía a los riesgos inherentes de dicha operación que debían ser informados a los inversionistas.

**8.** Que, sólo un grupo de los acreedores de Inversiones San Antonio de propiedad del Sr. Antonio Jalaff, acordaron participar del Fondo como aportantes de la Serie A, sustituyendo sus créditos por cuotas, en tanto que los aportantes de la Serie B ingresaron al Fondo pagando en dinero las cuotas de éste.

**9.** Que, para que el fondo adquiriera los créditos en contra de Inversiones San Antonio de propiedad del Sr. Antonio Jalaff, dicha sociedad firmó una serie de contratos de novación por cambio de deudor, reconocimientos de deuda y promesas de participación social, mediante los cuales se acordó entregar la calidad de deudor a Inversiones Monterey y se reconocieron deudas con, entre otros, Factop SpA, Inversiones Patio SpA, Tanner Servicios Financieros S.A., STF



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

Capital Corredores de Bolsa SpA, Nuevo Capital SpA, Siete Cumbres Servicios Financieros SpA, Nanomed SpA, Inversiones Las Vegas SpA.

Que, en los referidos acuerdos se incorporó una cláusula denominada “*Promesa de Adquisición de Participación Social*”, en la que Inversiones Monterey informó que procedería a realizar una **reestructuración corporativa** consistente en la creación de una sociedad denominada NewCo a la que se le asignaría, aportaría o transferiría una participación indirecta en Grupo Patio que mantenía el Sr. Antonio Jalaff a través de diversas sociedades y fondos de inversión privados, y que se le asignaría la calidad de deudora de la nueva obligación novada. Dicha cláusula no estaba sujeta a garantías, cláusulas penales ni ningún otro pacto que asegurara su cumplimiento, ni tampoco fue suscrita por los terceros de los que dependía la reestructuración.

De lo anterior, se concluye que, en el evento de concretarse la reestructuración, el Fondo no sería propietario de acciones en Grupo Patio, sino que, por el contrario, su participación sería por una vía indirecta, esto es, acciones de NewCo.

**10.** Que, a la fecha en que se adquirieron los activos por el Fondo, no se había materializado la reestructuración corporativa antes referida y, en la especie, jamás se consolidó la reestructuración en el sentido que el Fondo pudiera participar efectivamente en la propiedad indirecta de acciones Grupo Patio, de forma que la posibilidad de que el Fondo pudiera participar indirectamente en la propiedad de Grupo Patio, no era un hecho firme, cierto, ejecutado ni garantizado.

**11.** Que, **en cuanto a la metodología utilizada por LV AGF y sus administradores a fin de valorizar los activos del Fondo**, éstos consideraron el valor de la participación en Grupo Patio y no, en cambio, el Valor Razonable de los títulos de deudas deteriorados que es lo que adquirió el Fondo, asumiendo, por tanto, un escenario de 100% de conversión de los activos del Fondo, esto es, títulos de deudas por acciones en NewCo, la que -supuesta y eventualmente- participaría indirectamente en la propiedad de Grupo Patio.

**12.** Que, **los aportes reunidos en la Serie B del Fondo** se destinaron para comprar los siguientes créditos:

Fecha compra	RUT Acreedor	Acreedor	Monto CLP	Monto UF	Valor UF
26-01-2023	99.543.200-5	Factop SpA	1.500.000.000	42.528,518916	35.270,45
27-01-2023	76.096.608-8	Inversiones Patio SpA	1.250.000.000	35.437,006327	35.273,86
27-01-2023	99.543.200-5	Factop SpA	250.000.000	7.087,401270	35.273,86
31-01-2023	76.096.608-8	Inversiones Patio SpA	200.000.000	5.667,729366	35.287,50
31-01-2023	76.096.608-8	Inversiones Patio SpA	300.000.000	8.501,594049	35.287,50
07-02-2023	96.667.565-8	Tanner Servicios Financieros S.A.	1.462.123.485	41.406,591843	35.311,37
17-02-2023	76.245.069-0	STF Capital Corredora de Bolsa SpA	350.099.594	9.890,182242	35.398,70
17-02-2023	99.543.200-5	Factop SpA	390.000.000	11.017,353745	35.398,70
23-02-2023	99.543.200-5	Factop SpA	390.000.000	10.998,559189	35.459,19
23-02-2023	76.096.608-8	Inversiones Patio SpA	110.000.000	3.102,157720	35.459,19
24-02-2023	76.096.608-8	Inversiones Patio SpA	200.000.000	5.638,682263	35.469,28
27-02-2023	76.693.083-2	Siete Cumbres Servicios Financieros SpA	110.000.000	3.098,628209	35.499,58
22-03-2023	76.465.100-6	Inversiones Las Vegas SpA	400.000.000	11.240,432285	35.585,82

Que, de lo anterior, se infiere que no se consideró descuento alguno por riesgo de crédito, así como tampoco consideró garantías con las cuales el Fondo pudiera hacer exigible su pago; y, en



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

definitiva, tales operaciones terminaron beneficiando las sociedades Factop S.p.A., Inversiones Patio S.p.A., Tanner Servicios Financieros S.A., Siete Cumbres Servicios Financieros S.p.A. e Inversiones Las Vegas S.p.A., las cuales recibieron el pago íntegro de sus acreencias.

**III.4.** En torno a las afirmaciones del recurso en análisis, debe tenerse presente lo siguiente:

i. En torno a las alegaciones respecto de los cargos 1.1 y 1.2, cabe precisar que el artículo 20 letras a), c) y e) de la Ley Única de Fondos contempla el estándar de conducta exigible a los directores de las administradoras generales de fondos, disponiendo:

*Artículo 20.- Obligaciones de directores de la administradora. Los directores de la administradora, sin perjuicio de las obligaciones señaladas en la ley N° 18.046, estarán obligados a velar por que:*

*a) La administradora cumpla con lo dispuesto en el reglamento interno de cada fondo.*

*c) Las inversiones, valorizaciones u operaciones de los fondos se realicen de acuerdo con esta ley, su Reglamento, las normas que dicte la Superintendencia y lo dispuesto en el reglamento interno.*

*e) Las operaciones y transacciones que se efectúen, sean sólo en el mejor interés del fondo de que se trate y en beneficio exclusivo de los partícipes del mismo.*

Esta norma, consagra el deber fiduciario de los directores, conforme al cual éstos siempre deben atender a la mejor conveniencia e interés del fondo, tanto en lo que se refiere a las valorizaciones como a las operaciones y transacciones que este realice, lo que importa además, una atribución de responsabilidad por sus actuaciones en interés del fondo.

Por otra parte, el marco regulatorio dictado por esta Comisión en relación con las valorizaciones de los instrumentos financieros que adquieren los fondos de inversión ha establecido que se deben contabilizar conforme a las NIIF y que, tratándose de su información financiera anual, ésta debe ser auditada, para agregar mediante OC 592 que para los fondos y sus administradoras, la aplicación de la NIIF constituye una obligación, debiendo, por tanto, valorizar los instrumentos que adquieren los Fondos conforme a dichas reglas.

También precisa que la NIIF 9 contempla normas por las cuales las administradoras, en su calidad de entidades reguladas y actores del Mercado de Valores, deben velar con el objeto de informar sobre los activos y pasivos de los fondos que administran, de manera tal que dicha información sea “*útil y relevante para los usuarios de los estados financieros para la evaluación de los importes, calendario e incertidumbre de los flujos de efectivo futuros de la entidad.*”, agregando que la NIIF 13 ha definido el Valor Razonable que debe aplicarse a los activos y pasivos de los fondos, de la siguiente manera:

*“El valor razonable es una medición basada en el mercado, no una medición específica de la entidad. Para algunos activos y pasivos, pueden estar disponibles transacciones de mercado observables o información de mercado. Para otros activos y pasivos, pueden no estar disponibles transacciones de mercado observables e información de mercado. Sin embargo, el objetivo de una medición del valor razonable en ambos casos es el mismo: estimar el precio al que tendría lugar una transacción ordenada para vender el activo o transferir el pasivo entre participantes del mercado en la fecha de la medición en condiciones de mercado presentes (es decir, un precio de salida en la fecha de la medición desde la perspectiva de un participante de mercado que mantiene el activo o debe el pasivo).*”



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

*Cuando un precio para un activo o pasivo idéntico es no observable, una entidad medirá el valor razonable utilizando otra técnica de valoración que maximice el uso de datos de entrada observables relevantes y minimice el uso de datos de entrada no observables. Puesto que el valor razonable es una medición basada en el mercado, se mide utilizando los supuestos que los participantes del mercado utilizarían al fijar el precio del activo o pasivo, incluyendo los supuestos sobre riesgo. En consecuencia, la intención de una entidad de mantener un activo o liquidar o satisfacer de otra forma un pasivo no es relevante al medir el valor razonable.*

*La definición de valor razonable se centra en los activos y pasivos porque son un objeto principal de la medición en contabilidad. Además, esta NIIF se aplicará a instrumentos de patrimonio propios de una entidad medidos a valor razonable.”.*

De lo anterior, se concluye que la determinación del Valor Razonable de los activos que adquieren los fondos es que ésta atienda al valor que tendría en el mercado el instrumento de que se trate.

Que, en ese sentido, cabe precisar que se externalizó la valorización a C&A.

Ahora bien, consta de los antecedentes y de la Resolución N°8.537 que los créditos y reconocimientos de deudas entre Inversiones San Antonio -después, Inversiones Monterey- y sus respectivos acreedores fueron ingresados al Fondo al 100% de su Valor Nominal, esto es, sin considerar el riesgo inherente de los créditos asociados al deudor al medir el Valor Razonable, y cuya posición crediticia, según era de público conocimiento y fue reconocido en el procedimiento administrativo, se encontraba muy deteriorada.

Adicionalmente, se estableció que las valorizaciones asumieron como un hecho cierto la ocurrencia de la conversión de los créditos aportados al fondo, por acciones -que permitirían una participación indirecta en Grupo Patio-. Ello, por cuanto la metodología empleada tuvo por finalidad valorar las acciones Grupo Patio a fin de determinar el Valor Razonable de los activos adquiridos por el Fondo, de lo que puede inferirse que tampoco se incorporó la medición de la probabilidad de ocurrencia de la conversión de los reconocimientos de deuda por acciones de una sociedad que tendría participación indirecta en la propiedad de Grupo Patio, especialmente considerando que para tales efectos debía materializarse una reorganización societaria con varios vehículos de inversión (sociedades y fondos de inversión privados), la que, a la fecha en que fueron adquiridos los reconocimientos de deuda por el Fondo, no se había materializado y era incierta su ocurrencia. Tampoco se consideraron los riesgos inherentes de estructurar una propiedad indirecta como la contemplada en la reorganización societaria.

En esta parte, se puede concluir que la metodología atendió a valorizar los créditos adquiridos por el fondo, como instrumentos de capital (participación en Grupo Patio) y no de deuda, pese a que su naturaleza manifiesta era el de un título de deuda y que el fondo, en esta parte, no había incorporado ningún instrumento de capital (o “equity”).

Enseguida, y respecto a la determinación y actualización del Valor Razonable en forma posterior al reconocimiento inicial por el Fondo, consta que la Administradora utilizó la valorización de C&A para determinar el Valor Razonable de los reconocimientos de deuda adquiridos por el Fondo, siempre vinculado a la participación en Grupo Patio y no a la valorización de los instrumentos de deuda propiamente tales, sin considerar antecedentes de público conocimiento.

A su vez, al momento de valorizarse los instrumentos financieros, el Fondo no era propietario de acciones Grupo Patio, ni directa ni indirectamente.



En torno a lo anterior, aún de estimarse que la probabilidad de conversión era el escenario más probable, debiendo, por tanto, valorarse el componente financiero *equity* y no el flujo de los créditos, dicho componente financiero, al menos, tuvo los riesgos inherentes a la estructura corporativa antes consignada y que debieron ponderarse al determinarse el Valor Razonable, lo que no se hizo.

Adicionalmente, en lo referido a la probabilidad de conversión en análisis, en el procedimiento administrativo el valorizador de la Administradora expuso que se le informó que no existían procesos judiciales que pudiesen frenar la reestructuración -de la cual dependía la conversión- y que se contaba con la aprobación de los socios y accionistas de todas las sociedades y demás vehículos de inversión involucrados. En ese sentido, no se le entregaron antecedentes y circunstancias esenciales que incidían en la valorización de los títulos de deuda de Inversiones San Antonio -después, Monterey- que fueron adquiridos por el Fondo, además, de no contar con evidencia de que la totalidad de los accionistas, socios y aportantes de las sociedades y fondos de inversión privados involucrados en la reestructuración otorgaron su consentimiento para tales efectos, elemento que debió considerarse para la probabilidad de conversión.

Además, debe considerarse que, a la fecha de los informes de valorizaciones iniciales, no se había iniciado ninguna gestión esencial para materializar el proceso de reestructuración para participar de forma efectiva en la propiedad indirecta de Grupo Patio, factor que también debió ser ponderado por la Administradora y el valorizador al momento de determinar el Valor Razonable de los instrumentos financieros, así como que la Administradora no informó al valorizador de los procesos judiciales que podían afectar la operación y, por tanto, de los riesgos inherentes a tales circunstancias.

Con todo, se determinó que el valorizador reconoció la existencia de ciertos factores que incidían en la probabilidad de no ocurrencia de la conversión y, no obstante, ello no fue considerado y ponderado por la Administradora al fijar el Valor Razonable de los instrumentos financieros, permaneciendo contumaz en que éstos debían reflejar el valor de las acciones de Grupo Patio, sin ajuste alguno.

De acuerdo con lo precedentemente razonado, al momento inicial, el Fondo adquirió reconocimientos de deuda deteriorada y no una participación indirecta en Grupo Patio, en tanto que dicha participación, además, estaba rodeada por las incertidumbres inherentes al proceso de reestructuración, como una participación indirecta a través de varios vehículos de inversiones, condiciones, plazos, voluntad de terceros y otros riesgos, por lo que la valorización no debía considerar que la probabilidad de conversión era igual a un 100%.

En ese sentido, las valorizaciones del elemento de *equity* a través de la sustitución de los reconocimientos de deuda por acciones de NewCo debían considerar el riesgo que la participación que el Fondo pudiese estar sujeta a variaciones, como ocurrió en la especie, con la enajenación de acciones de Grupo Patio en la que tenían participación Santa Teresita y FIP 180.

Además, el valorizador no contó con información de deudas calificadas como no financieras de los vehículos de inversión, por lo que los contratos de Novación, Reconocimientos de Deuda y Promesa contenían información incompleta respecto al total de deudas de los vehículos de inversión, lo que incidió respecto al universo total de las deudas que involucraban realmente el patrimonio -directo e indirecto- de Inversiones San Antonio.

Por otra parte, en relación con las actualizaciones de las valorizaciones de los instrumentos del Fondo, en primer término, es posible apreciar que la metodología empleada habría implicado



que el riesgo en el valor de los instrumentos podía emanar, entre otros, de los cambios en la valorización de las acciones del Grupo Patio.

En torno a dichas acciones, durante el año 2023, Grupo Patio fue objeto de dos aumentos de capital, a cuyo respecto en el aumento de capital ocurrido en noviembre de 2023, se incorporó la emisión de nuevas acciones a un valor cerca de un 44% por debajo del valor del primer aumento. Sin embargo, la Administradora estimó que la transacción llevada a cabo en abril de 2022 representaba la mejor información disponible que la AGF disponía a ese momento, sin realizar, por tanto, ninguna actualización al Valor Razonable de los instrumentos financieros adquiridos por el Fondo, sin considerar que los aumentos de capital mostraban una caída en el valor del Grupo Patio y, por consiguiente, un detrimento del Valor Razonable de las inversiones del Fondo; y, que, al no concurrir el deudor a dichos aumentos de capital, éste habría terminado diluyendo su participación en Grupo Patio, lo que incidía directamente en su capacidad de dar cumplimiento a las obligaciones adquiridas con el Fondo.

Además, debe considerarse que en el Informe de Valorización de julio de 2023 de SAPAG, de la sociedad Grupo Patio, aparece una caída en el Valor Razonable estimado para Grupo Patio, en relación con el valor utilizado para el reconocimiento inicial de los instrumentos del Fondo, alcanzando la cifra de 15.400.717 UF, lo que implica una disminución de un 19,3% desde el valor determinado a abril de 2022 de 19.076.909 UF.

Es decir, la AGF, a pesar de estar en pleno conocimientos de los antecedentes relacionados a los aumentos de capital y los Informes de Valorización de Grupo Patio de 2023, no actualizó la valorización de los activos del Fondo con base en esa información.

Adicionalmente, en las Compraventas de cuotas de la serie A efectuadas los días 23 y 31 de mayo de 2023 por STF CB y las operaciones efectuadas el 14 de junio de 2023, por Factop SpA, entre otras efectuadas con la serie B los días 9, 10, 18 y 19 de mayo de 2023, se realizaron por precios notoriamente inferiores al valor cuota del Fondo contabilizado en el mismo período, por lo que dichos precios no fueron considerados en la valorización de los instrumentos del Fondo, a pesar de tratarse de precios cotizados.

Por otra parte, en relación con la valorización proporcionada por BDO a la Administradora, era contrario a la NIIF 9 y 13 que se haya estimado un rango de conversión en los términos que expone en su informe, pues los antecedentes y circunstancias que rodeaban las inversiones del Fondo mostraron que no existía certeza de la implementación de la reestructuración y de la mantención de la propiedad indirecta en Grupo Patio y que, tal como se desprende de los antecedentes, las sociedades involucradas en la reestructuración no habían adoptado las medidas para ponerla en marcha a fin de que el Fondo pudiera capitalizar los reconocimientos de deuda haciendo efectiva la conversión, por lo que el Fondo sólo había podido adquirir títulos de deudas deteriorados, sin haber podido implementar ninguna medida o resguardo a fin de capitalizarlos en una propiedad indirecta en Grupo Patio, por lo que el valorizador de BDO asumió, indebidamente, un escenario de conversión sin contar con las piezas justificativas para ello.

En ese sentido, Inversiones San Antonio suscribió una serie de instrumentos que se encontraban deteriorados por la situación financiera que atravesaba Antonio Jalaff y, entre otros, existían deudas sujetas a procesos judiciales, morosidades e intereses.

A su vez, el Fondo se estructuró para adquirir -e invirtió- en títulos de deudas deteriorados de Inversiones San Antonio que fueron novados por reconocimientos de deuda de Inversiones



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

Monterey, de forma que lo que se debió haber valorizado a Valor Razonable eran los títulos de deuda, en los términos de la NIIF 9 y 13, resultando contrario a éstas ignorar dicha realidad práctica como lo hizo, entre otros el recurrente.

En torno a los acuerdos de novación por cambio de deudor entre Inversiones San Antonio a Inversiones Monterey; reconocimiento de deudas; y, promesas de reestructuración corporativa para sustituir los reconocimientos de deudas por acciones de NewCo, como consecuencia de la creación del Fondo y a fin de que éste adquiriera los títulos de deuda contra Inversiones San Antonio, de propiedad del Sr. Antonio Jalaff anteriormente mencionados, es que dicha sociedad firmó una serie de contratos de novación por cambio de deudor, reconocimientos de deuda y promesas de participación social, mediante los cuales se acordó entregar la calidad de deudor a Inversiones Monterey y se reconocieron deudas con Factop SpA, Inversiones Patio SpA, Tanner Servicios Financieros S.A., STF Capital Corredores de Bolsa SpA, Nuevo Capital SpA, Siete Cumbres Servicios Financieros SpA, Nanomed SpA, Inversiones Las Vegas SpA, etc.

En tales acuerdos constaba una cláusula denominada “*Promesa de Adquisición de Participación Social*”, en la que Inversiones Monterey informó que procedería a realizar una reestructuración societaria o corporativa consistente en la creación de una sociedad denominada NewCo a la que se le asignaría, aportaría o transferiría una participación indirecta en Grupo Patio que mantenía el Sr. Antonio Jalaff a través de sus sociedades Inversiones Santa Teresita y el FIP 180, y que se le asignaría la calidad de deudora de la nueva obligación novada. Dicha cláusula no estaba sujeta a garantías, cláusulas penales ni ningún otro pacto que asegurara su cumplimiento, por lo que se infirió que el Fondo adquirió títulos de deudas deteriorados y, no adquirió ni nunca iba adquirir directamente acciones de Grupo Patio, pues no se encontraba firme o ejecutada la posibilidad de hacer efectiva la promesa a fin de participar indirectamente en acciones Grupo Patio; y la reestructuración para participar de forma indirecta en la propiedad de Grupo Patio, no se consolidó para esos efectos.

Además, en los acuerdos no se pactó ninguna garantía, cláusulas penales u otros pactos que permitieran mejorar la posición del inversionista, esto es, del Fondo, frente a incumplimientos o *default* de la sociedad obligada a la reestructuración -Inversiones Monterey- o, frente a los riesgos inherentes de participar indirectamente en Grupo Patio y de la voluntad de terceros y dinámicos del Mercado.

De conformidad con lo precedentemente razonado, no se valorizaron a Valor Razonable los instrumentos financieros adquiridos por el Fondo, toda vez que todo lo anterior no fue considerado por la Administradora en sus respectivas valorizaciones, pues siempre utilizó como medida el valor de las acciones de Grupo Patio, como si fuera el activo subyacente de los títulos de deuda adquiridos por el Fondo, en circunstancias tales que, éste nunca fue ni iba a ser dueño directo de Grupo Patio ni tampoco se materializó, ejecutó ni quedó firme a la fecha de adquisición de los instrumentos, ni después, la opción de participar indirectamente en Grupo Patio.

Por lo anterior, al momento de efectuar las valorizaciones de los reconocimientos iniciales, se asumió que la reestructuración -y, la propiedad indirecta en Grupo Patio- era un hecho cierto, reestructuración, que en la especie, no tuvo lugar.

Adicionalmente, al determinar el supuesto Valor Razonable de los instrumentos financieros, no se consideró el riesgo de que Inversiones Monterey -antes Inversiones San Antonio- pudiera dar cumplimiento a sus obligaciones, así como tampoco resguardos tendientes a asegurar que Santa



Teresita y FIP 180 no enajenaran su participación en Grupo Patio y de la cual dependía que el Fondo pudiera tener una participación en dicha sociedad a través de NewCo.

En cuanto a los riesgos asociados a los títulos de deuda que adquirió el Fondo, se omitió ponderar el riesgo de incumplimiento de los instrumentos financieros adquiridos inicialmente por el Fondo (riesgo de crédito), así como también el riesgo asociado a utilizar una técnica de valoración para determinar el valor razonable en los términos de **la NIIF 13**, pues en primer lugar, se trataba de títulos que provenían de deudas que se encontraban en una situación de mora o incluso de mora reiterada, así como de procesos judiciales en contra del deudor original Inversiones San Antonio, por el impago de deudas, por lo que no se consideró el efecto del riesgo de crédito asociado al deudor de los instrumentos (Inversiones San Antonio y, después, Inversiones Monterey) al medir el Valor Razonable, cuya posición crediticia según era de público conocimiento, se encontraba deteriorada, debiendo enfrentar acciones judiciales interpuestas por otros acreedores, lo que influye en la determinación de la probabilidad de pago de las obligaciones y, por tanto, el Valor Razonable inicial de las deudas adquiridas por el Fondo no podría corresponder al 100% de su valor nominal.

Por su parte, se omitió informar a su valorizador antecedentes y circunstancias esenciales que rodeaban la valoración de los títulos de deuda de Inversiones San Antonio -después, Monterey- que fueron adquiridos por el Fondo y que incidieron, controlaron e influyeron la metodología empleada, entre las que se encuentran, entre otros, la relacionada con las demandas judiciales de las que estaba siendo sujeto Inversiones San Antonio, así como tampoco sobre el origen de las transacciones e información relativa a las deudas calificadas como no financieras de los vehículos de inversión.

La Ley Única de Fondos ha radicado en las administradoras la responsabilidad por la administración de los aportes y recursos reunidos en los fondos, y en el directorio, la carga de velar por que las operaciones y transacciones se efectúen sólo en el mejor interés del fondo y en beneficio exclusivo de sus partícipes y que las valorizaciones se realicen de acuerdo con la LUF, su Reglamento, las normas que dicte la CMF y lo dispuesto en el reglamento interno.

Así, los directores deben atender a la mejor conveniencia e interés del fondo, entre otros aspectos, orientando sus decisiones a fin de obtener el mejor resultado para los intereses de estos, particularmente, en la valoración de los instrumentos financieros en los que invierten los fondos.

Ahora bien, asentado lo anterior, se pudo determinar que la Administradora valorizó de forma incorrecta los activos del Fondo, pues con conocimiento aplicó una metodología que no se ajustó a la realidad de los instrumentos financieros y, por tanto, a su Valor Razonable.

Lo anterior, pues si bien se adquirieron títulos de deuda deteriorados como consecuencia de la mermada situación de solvencia que presentaba el Sr. Antonio Jalaff, se valorizaron los activos del fondo tomando como parámetro el valor de las acciones de Grupo Patio, como si éste fuera realmente el activo subyacente del Fondo.

Ello, pese a que a la fecha de la valoración lo único que había adquirido el Fondo eran títulos de deuda deteriorados, con sus consiguientes riesgos. No existió antecedente alguno, que pudiera acreditar un escenario de 100% de conversión de las deudas en acciones de NewCo, y a través de esta, en acciones de Grupo Patio.

En torno a lo anterior, los referidos antecedentes, de los que los recurrentes estaban en pleno conocimiento, mostraron lo opuesto, esto es, que no existía certeza de la implementación de la



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

reestructuración y de la mantención de la propiedad indirecta en Grupo Patio y que, las sociedades involucradas en la reestructuración no habían adoptado las medidas para ponerla en marcha a fin de que el Fondo pudiera hacer efectiva la conversión, de modo que esas circunstancias contradecían la metodología empleada para determinar el Valor Razonable de los instrumentos financieros, sin que el directorio haya velado para que la valorización de los instrumentos se ajustara a la realidad de las circunstancias.

Por ello, no resulta admisible que los recurrentes no hayan velado porque el instrumento financiero hubiera sido valorizado como el título de deuda deteriorado que en realidad era, con sus consiguientes riesgos inherentes en la determinación del Valor Razonable, lo que llevó a que en el Fondo se hayan sobrevalorado los activos.

Los recurrentes no velaron porque se proporcionara la totalidad de los antecedentes a los valorizadores a fin de que pudieran determinar el Valor Razonable de los instrumentos financieros del Fondo, pues, entre otros, no se informó sobre las demandas judiciales de las que estaba siendo sujeto Inversiones San Antonio y, por tanto, de los riesgos inherentes a tales circunstancias, así como tampoco respecto del origen de las transacciones y, en la gran mayoría, el valorizador de C&A no obtuvo respaldo de éstas, a fin de determinar el Valor Razonable de las acreencias que se adquirían.

Adicionalmente, el valorizador contratado por LV AGF, en sus informes, no contó con evidencia de que la totalidad de los accionistas, socios y aportantes de las sociedades y fondos de inversión privado involucrados en la reestructuración otorgaran su consentimiento para tales efectos, elemento que debió considerarse para la probabilidad de conversión y que a la fecha de los informes de valorizaciones iniciales, no se había iniciado ninguna gestión para materializar el proceso de su reestructuración.

**Todo lo anterior, permite confirmar la infracción consignada en el Cargo 1.1.**

Seguidamente, se analizó si los aportes reunidos en el Fondo se destinaron a beneficiar principalmente a Inversiones San Antonio, sociedades en las que tenía participación, sus sociedades relacionadas, Factop y STF CB, sin contar con una adecuada valorización de los instrumentos de deuda que se adquirieron como contraprestación de ello y a cuyo efecto, se tuvo presente lo anterior en torno a la improcedencia, defectos y distorsiones de la metodología utilizada para valorizar los instrumentos adquiridos por el Fondo.

En ese orden de consideraciones, la Administradora realizó operaciones de compra de deuda para el citado Fondo sin realizar ningún análisis o evaluación de los instrumentos en los que invirtió, sino que tan solo limitándose a seguir indicaciones entregadas por el Sr. Menichetti. Ello da cuenta que los directores no velaron porque las operaciones y transacciones se efectuaran en el mejor interés del fondo, perjudicando el interés de los partícipes.

El artículo 20 letra e) de la LUF obliga a los directores a velar siempre por la mejor conveniencia e interés del fondo en todas las operaciones de adquisición y enajenación de activos, de forma que la AGF se abstenga de adoptar decisiones de inversión que sean perniciosas para el Fondo o que estimen que puedan resultar en un daño a éste, debiendo velar, además, para que las valorizaciones de los instrumentos financieros reflejen realmente su Valor Razonable a fin de adoptar de decisiones de inversiones que sean en el mejor interés y conveniencia del Fondo.

Con todo, la Administradora adquirió e invirtió en instrumentos de deuda sin considerar, entre otros, el riesgo de crédito incluyendo un estudio de la solvencia del deudor y la posibilidad de incumplimiento.



En ese sentido, si bien la Administradora se encontraba autorizada para invertir, en representación del Fondo, en títulos de deuda de las sociedades antes indicadas, no es menos cierto que era obligación de su Directorio, velar por la valorización de los instrumentos a adquirir evaluando los riesgos, particularmente el de crédito, a fin de velar por la mejor conveniencia e interés del Fondo, lo que, en la especie, no hizo, si no que, por el contrario, realizó operaciones de compra de deuda para el Fondo, sin realizar ningún análisis o evaluación de los instrumentos, limitándose a seguir las indicaciones y precios informados por el Sr. Menichetti. Por ello, tales operaciones no se realizaron atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia e interés éste, pues se trataba de créditos evidentemente sobrevalorados, al no considerar, entre otros, el riesgo de crédito, es decir, la posibilidad de que el deudor no cumpliera su compromiso de pago, riesgo que quedó radicado en el Fondo en perjuicio de sus inversionistas, beneficiando a las sociedades a que ya se ha hecho referencia.

**Tal situación permite confirmar la infracción consignada en el Cargo 1.2,** pues la Administradora pagó un precio mayor al que correspondía en cada una de los títulos de deudas adquiridos por el Fondo, lo que terminó beneficiando a las sociedades indicadas en el cargo, las cuales recibieron el pago íntegro de sus acreencias, contra un deudor que presentaba serios problemas financieros, de modo que el riesgo de solvencia fue traspasado finalmente al fondo en perjuicio de sus aportantes, con un perjuicio directo del Fondo, que adquirió créditos a precios que no consideraron descuento alguno por riesgo de crédito, así como tampoco consideró garantías con las cuales el Fondo pudiera hacer exigible su pago.

En ese sentido, los recurrentes no velaron ni adoptaron medidas en el interés de los aportantes, pues las sobrevaloraciones antes analizadas implicaron un perjuicio para los partícipes del fondo de que se trata.

#### **Sobre el deber de diligencia de los Recurrentes.**

De acuerdo con lo expuesto, es posible determinar que en la especie las valorizaciones encargadas a un tercero adolecieron de una serie de deficiencias que implicaron que se sobrevaloraran los activos, lo que afectó a los partícipes del Fondo.

Ahora bien, y pese a lo afirmado por los recurrentes, en cuanto a que su actuación se habría ajustado al estándar de diligencia requerido, al contratar a un experto en la materia, tal afirmación no resulta efectiva, pues, de acuerdo a la normativa aplicable, al directorio de una administradora general de fondos le corresponde velar, entre otras obligaciones, para que las inversiones, valorizaciones u operaciones de los fondos se realicen de acuerdo con la LUF, su Reglamento, las normas que dicte esta Comisión y lo dispuesto en el reglamento interno, como asimismo, que las operaciones y transacciones que se efectúen sean sólo en el mejor interés del fondo y en beneficio exclusivo de los partícipes.

En ese sentido, la mera contratación de un tercero no implica dar cumplimiento al estándar legal, toda vez que el directorio continúa siendo responsable de velar porque se cumplan las obligaciones antes indicadas, así como también, por cautelar que las operaciones se desarrollen en beneficio exclusivo de los aportantes, por lo que debían adoptar medidas tendientes a que las valorizaciones se realizaran de acuerdo a la normativa y atendiendo al beneficio de los aportantes, lo que en la especie no tuvo lugar, al haberse adoptado una metodología que implicó una sobrevaloración de los activos del Fondo.

A mayor abundamiento, en el ejercicio de sus labores no procuraron que las actualizaciones de las valorizaciones reflejaran el valor razonable de los activos, lo que revela que en la especie los



recurrentes no supervisaron ni adoptaron medidas tendientes a que los activos del Fondo fueran adecuadamente valorizados durante la existencia del fondo, con los ajustes y correcciones pertinentes.

De este modo, dada la estructura y objeto del Fondo, esto es, que fue concebido como un vehículo para solucionar los pasivos de Inversiones San Antonio, la que se encontraba en conocimiento de los recurrentes, la valorización de los instrumentos como *equity* no se ajustaba a la naturaleza de los activos del fondo, toda vez que no consideraba, entre otros, los riesgos de conversión ni de crédito, lo que implica que infringieron su deber de cuidado, pues, en definitiva, no velaron por el interés de los aportantes.

En ese sentido, se ha de recalcar que los recurrentes no dieron cumplimiento al estándar de diligencia exigido acorde a su función, pues sabiendo la especial característica del Fondo, esto es, solucionar la situación de insolvencia del Sr. Antonio Jalaff (un fondo de objeto específico), característica de la que estaban en conocimiento al haberlo aprobado, no tomaron los resguardos necesarios para que las valorizaciones se ajustaran al valor razonable de los activos que adquiriría el fondo que eran créditos deteriorados, lo que también les era conocido.

**En mérito de lo precedentemente expuesto, no se acogerán los planteamientos de los recurrentes.**

ii. Respecto de lo alegado en relación con el cargo 1.3, debe precisarse que la prohibición contemplada en el artículo 65 de la LMV se extiende a la “*propaganda*”, “*publicidad*” o “*difusión*” y que, asimismo, comprende no sólo la información relativa a la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez y garantías de tales cuotas de fondos, sino además cualesquiera otras características de éstos.

Agrega que la publicidad no podrá contener alusiones, declaraciones o representaciones que puedan inducir a error, equívoco o confusión al público sobre las características esenciales de los valores, por lo que la información debe ajustarse en conformidad a las características y propiedades reales del fondo. Además, debe contener la exposición de todos los elementos asociados al fondo, a la venta de cuotas, la rentabilidad o, estructuras de costos, según sea el caso de lo que se promoció; y, por otra parte, que sea exacta. Finalmente, debe ser clara, a fin de que de la información proporcionada sea comprensible.

De acuerdo con la letra b) del artículo 20 de la LUF, los directores estarán obligados a velar porque “*La información para los aportantes sea veraz, suficiente y oportuna*”. La información debe ser veraz, por lo que debe ajustarse a las características reales del fondo. Además, debe ser suficiente, esto es, que contenga la exposición de los elementos asociados a las características de los fondos, y debe ser oportuna, permitiendo a los aportantes acceder a la información tan pronto resulte posible.

De acuerdo a los antecedentes del expediente, se pudo establecer que el reglamento interno del fondo, en el punto 2.1, previno que “[e]l Fondo tendrá por objeto principal invertir, directa o indirectamente, en títulos representativos (i) de capital de la sociedad Inversiones Santa Teresita SpA, Rol Único Tributario N°76.481.280-8 y del Fondo de Inversión Privado 180, Rol Único Tributario N°76.337.453-K, (los “Vehículos”) o (ii) de deuda o de capital de sociedades o fondos que mantengan una participación directa o indirecta en los Vehículos. Para los efectos de la



*inversión indirecta, el Fondo podrá invertir en títulos representativos de capital o de deuda de sociedades chilenas o fondos de inversión chilenos.”*

A su vez, su numeral 3.1.1 establece que “[l]as Cuotas del Fondo estarán distribuidas en las siguientes series, las cuales tendrán las características que para cada una de ellas se indica a continuación:

<b>Denominación</b>	<b>Requisitos de ingreso</b>	<b>Valor cuota inicial</b>	<b>Moneda en que se recibirán los aportes</b>	<b>Otras características relevantes</b>
Serie A	<i>Inversionistas Calificados</i>	<i>1 UF, según el valor de la UF al día de la primera suscripción de cuotas del Fondo.</i>	<i>Pesos chilenos</i>	<i>No contempla</i>
Serie B	<i>Inversionistas Calificados. Los Aportantes titulares de cuotas de esta serie deberán mantener de forma continua aportes, iguales o superiores a UF 5.000</i>	<i>1 UF, según el valor de la UF al día de la primera suscripción de cuotas del Fondo.</i>	<i>Pesos chilenos</i>	<i>No contempla</i>
Serie C	<i>Inversionistas Calificados. Los Aportantes titulares de cuotas de esta serie deberán ser personas relacionadas a la Administradora</i>	<i>1 UF, según el valor de la UF al día de la primera suscripción de cuotas del Fondo.</i>	<i>Pesos chilenos</i>	<i>No contempla</i>

En ese sentido, del Reglamento Interno del Fondo puede entenderse que estaba destinado a realizar inversiones directas o indirectas en capital de las sociedades Inversiones Santa Teresita y FIP 180, e inversiones en deuda o de capital de sociedades que tuvieran participación directa o indirecta en aquellas, sin mayor referencia a la promesa de conversión y sus riesgos.

El Reglamento Interno, al definir el objeto del fondo, no resultaba concordante con otros antecedentes pues el fondo, a través de la promesa, buscaba una participación indirecta en el Grupo Patio.

Asimismo, y según se desprende de los documentos suscritos con los aportantes, a los que concurrió la Administradora, su objeto era la solución de los pasivos de Inversiones San Antonio Limitada, que “*mantiene a la fecha, indirectamente, una participación de la sociedad por acciones denominada Grupo Patio SpA*”, y “*Considerando que San Antonio tiene activos suficientes para hacer frente a sus acreencias, San Antonio se encuentra negociando con sus acreedores (los “Acreedores”) una modificación en la estructura de pago de las Deudas, de forma tal que permita reemplazar todo o parte de las acreencias de los Acreedores por una*



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
**FOLIO: RES-10080-25-35173-J**      **SGD: 2025090649934**

*participación en el Fondo (según se define más adelante), que le permita a los Acreedores que acepten ingresar en el Fondo participar de forma indirecta en Grupo Patio.”*

En ese sentido, los distintos antecedentes que tuvieron a la vista los aportantes no resultaban coincidentes, lo que impedía determinar efectivamente los riesgos que implicaba adquirir cuotas del fondo y en qué consistía realmente su objeto, toda vez que el reglamento no era preciso en cuanto a que los aportes iban a implicar que las deudas de Inversiones San Antonio Limitada permitirían eventualmente obtener una participación indirecta de en Grupo Patio, en tanto por otra parte, se informaba que el activo subyacente era justamente esta participación, que no existía.

Tampoco informó adecuadamente otro riesgo, pues, además, para obtener la participación de que se trata, debía, asimismo, procederse a una reestructuración de Inversiones San Antonio Limitada, aspecto no contenido en el Reglamento Interno.

De acuerdo a lo anterior, el Reglamento Interno aprobado por el directorio no consideró ni informó el real objetivo del Fondo, pues no contuvo ningún antecedente que explicara que los títulos de deuda de Inversiones San Antonio adquiridos por el Fondo tenían asociada una promesa de sustitución por una participación indirecta en la propiedad de Grupo Patio y, a su vez, los riesgos e incertidumbres inherentes a dicha operación -la reestructuración- de materializarse, pues, entre otros, no aseguraba que se mantuviera la propiedad indirecta en Grupo Patio.

El Reglamento interno no representó la naturaleza y características del objeto de inversión del Fondo, infringiendo el artículo 65 de la Ley 18.045 y letra b) del artículo 20 de la Ley Única de Fondos, por cuanto no informó la particular naturaleza del negocio en el que se enfocaba, induciendo a error, equívocos y confusión a los inversionistas. Atendido el particular carácter del Fondo, esto es salvar la situación de insolvencia del Sr. Jalaff, resultaba necesario que el Reglamento Interno contemplara las características y naturaleza de la promesa y sus riesgos inherentes, como por ejemplo, que lo que se adquiriría eran títulos de deuda y la promesa de una posible participación indirecta en la propiedad de Grupo Patio, así como también que tal participación se encontraba sujeta a una reestructuración societaria, en la que debía considerarse la voluntad de terceros, por lo que la omisión de dicha información indujo a error a los inversionistas sobre la naturaleza y características del Fondo.

Adicionalmente, el Fondo se constituyó con una finalidad específica, esto es, hacer frente la mermada situación financiera de Inversiones San Antonio, mediante la adquisición de títulos de deuda y la promesa de sustituirlos por una participación indirecta en Grupo Patio; es decir, se trató de un objeto de inversión específico.

No obstante, dicha característica y riesgo propio de los instrumentos financieros objeto de inversión no fue informada ni contemplada en el Reglamento Interno.

En mérito de lo anterior, la información sobre las características del Fondo proporcionada a los inversionistas en el Reglamento Interno, aprobado por el directorio que conocía a cabalidad el fin del negocio, contenía declaraciones, alusiones o representaciones que inducían a error, equívocos o confusión al público, específicamente sobre las particularidades del negocio que se pretendió abordar en este vehículo.



En ese sentido, se pudo verificar que la información sobre las características del Fondo y de las series de cuotas proporcionada a los inversionistas en el Reglamento Interno, eran claramente insuficientes, e inducían a error, equívocos y confusión sobre la naturaleza de los activos y los riesgos que se iban a asumir, como se manifiesta en las declaraciones de los inversionistas serie B afectados, contraviniendo el artículo 65 de la Ley 18.045 y artículo 20 letra b) de la LUF.

Finalmente, se concluyó que los diversos instrumentos que tuvieron a la vista los aportantes no resultaban coincidentes, lo que impedía a los eventuales inversionistas determinar los riesgos inherentes en la adquisición de cuotas del fondo, toda vez que el reglamento no especificaba que los aportes se destinarían a pagar deudas de Inversiones San Antonio Limitada, con una promesa de obtener una participación indirecta en Grupo Patio.

Tampoco describían otro de los riesgos implícitos, esto es, que para obtener la participación de qué se trata, debía procederse a una reestructuración de una cadena de sociedades, aspecto no contenido en el Reglamento Interno.

En efecto, el Reglamento Interno no informó que los títulos de deuda contra Inversiones San Antonio (posteriormente Inversiones Monterey) adquiridos por el Fondo, que buscaban una participación indirecta en Grupo Patio, estaban limitadas a una promesa de sustitución por una participación indirecta en la propiedad de Grupo Patio, como tampoco señaló los riesgos e incertidumbres inherentes a dicha operación -la reestructuración-, pues, entre otros, no aseguraba que se mantuviera la propiedad indirecta en Grupo Patio.

Lo anterior, implicó que el Reglamento trajera representaciones inductivas a error, equívocos y confusión a los inversionistas sobre la naturaleza y características del objeto de inversión del Fondo, pues no informó la totalidad de los antecedentes relacionados con su objeto, las características de los instrumentos en que se iba invertir, esto es, los reconocimientos de deudas y la promesa con sus riesgos inherentes.

Con la finalidad de informar a los inversionistas de la Serie B cuál era el negocio que abordaría el fondo, esto es, la insolvencia del Sr. Jalaff, era indispensable que el Reglamento Interno contuviera una explicación de sus objetivos, las características y naturaleza de la promesa y sus riesgos inherentes, así como que lo que se esperaba adquirir era una participación indirecta en la propiedad de Grupo Patio, la que se encontraba sujeta a una reestructuración de diversas sociedades, en la que debía considerarse, además, la voluntad de personas ajenas a la estructuración del Fondo, por lo que la omisión de dicha información indujo a error a los inversionistas sobre las características del Fondo.

Así, el Fondo se constituyó con una finalidad específica, esto es, hacer frente la merma situación financiera del Sr. Jalaff y de Inversiones San Antonio, mediante la adquisición de créditos en su contra y la promesa de sustituirlos por una participación indirecta en Grupo Patio, es decir, se trató de un objeto de inversión específico. No obstante, dicha característica y riesgo propio de los instrumentos objeto de inversión no fue informada ni contemplada en el Reglamento Interno.

En ese sentido, la información sobre las características del Fondo y de las series de cuotas proporcionada a los inversionistas en el Reglamento Interno, eran claramente insuficientes, e inducían a error, equívocos y confusión sobre la naturaleza de los activos y los riesgos que se iban a asumir, como se manifiesta en las declaraciones de los inversionistas serie B afectados, contraviniendo el artículo 65 de la Ley 18.045 y el artículo 20 letra b) de la Ley Única de Fondos.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

### **Sobre el deber de diligencia de los Recurrentes.**

De acuerdo con lo expuesto, es posible establecer que en la especie la información contenida en el Reglamento no resultaba suficiente y era inductiva a error.

Ahora bien, y pese a lo afirmado por los recurrentes, en cuanto a que su actuación se habría ajustado al estándar de diligencia requerido, al contratar a un experto en la materia, lo anterior no libera de responsabilidad a los directores, quienes deben velar porque “*La información para los aportantes sea veraz, suficiente y oportuna*”, de modo que sobre ellos pesa el deber de que se informe en forma veraz, suficiente y oportuna a los partícipes de los fondos y al público en general, sobre las características de los fondos que administra, y de las series de cuotas en su caso, y sobre cualquier hecho o información esencial relacionada con los fondos que administra.

En ese sentido, la mera contratación de un tercero especialista no implica dar cumplimiento al estándar legal, toda vez que lo que les correspondía era adoptar medidas tendientes a evitar que la información otorgada a terceros en el Reglamento adoleciera de defectos, fuera incompleta o inductiva a error, de acuerdo con lo precedentemente razonado, y por otra parte, que fuera completa para los aportantes, lo que no hicieron.

Finalmente, se consideró que, dada la estructura y objeto del Fondo, esto es, que fue concebido como un vehículo para solucionar los pasivos de Inversiones San Antonio, la que se encontraba en conocimiento de los recurrentes, su especial naturaleza determinaba que fuera necesario precisar adecuadamente los riesgos, aspecto en el que no resulta suficiente establecer que estaba destinado a inversionistas calificados, pues, igualmente respecto de éstos, la información disponible no permitía un adecuado entendimiento de los riesgos inherentes al Fondo.

### **En razón de lo indicado, los argumentos de la defensa no serán acogidos.**

iii. En torno a la situación de STF Capital Corredores de Bolsa SPA, intermediaria que no daba cumplimiento a sus índices patrimoniales, se reitera que la corredora fue debidamente fiscalizada y sancionada por las conductas a que se refieren los descargos y la reposición, y que aun así, ello no libera de responsabilidad a los directores investigados por sus faltas al deber de cuidado que exigía su rol en LVA AGF, acorde a las normas que rigen su función y que son independientes del rol de otros agentes del mercado.

Aún más, las actuaciones imputadas a los directores son incluso anteriores a la intervención de STF CB, ya que se inician con el diseño y aprobación de la estructura del fondo, el análisis y evaluación del negocio al que este se enfocaba, así como el depósito de su reglamento interno.

Así, las piezas del expediente permiten concluir que STF Capital Corredores de Bolsa SpA, intervino como inversionista, adquiriendo cuotas de las series A y B.

En ese sentido, el Fondo, de acuerdo con su reglamento interno, tenía por objeto “*...invertir, directa o indirectamente, en títulos representativos (i) de capital de la sociedad Inversiones Santa Teresita SpA, Rol Único Tributario N° 76.481.280-8 y del Fondo de Inversión Privado 180, Rol Único Tributario N° 76.337.453-K (los “Vehículos”) o (ii) de deuda o de capital de sociedades o fondos que mantengan una participación directa o indirecta en los Vehículos. Para los efectos de*



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

*la inversión indirecta, el Fondo podrá invertir en títulos representativos de capital o de deuda de sociedades chilenas o fondos de inversión chilenos”.*

Ahora bien, dado el carácter de inversionista de la intermediaria, lo alegado en cuanto a que, de haberse conocido su situación, ello habría implicado no contratar con ella o sus clientes, no permite liberar la responsabilidad que cabe a los directores en el diseño del fondo, su valorización y su comercialización.

Por otra parte, y en relación con una eventual falta de servicio, cabe hacer presente que tal afirmación no se condice con la realidad, pues esta Comisión adoptó medidas respecto de la situación de STF CB, disponiendo mediante Resoluciones Exentas N°2169 y N°3711, ambas de 2023, la suspensión de sus actividades, sin perjuicio del posterior procedimiento sancionatorio.

En mérito de lo precedentemente expuesto, esta Comisión ejerció en forma oportuna las atribuciones que le confiere la normativa aplicable, en relación con la situación de STF Capital Corredores de Bolsa SpA, sin que se configure una eventual falta de servicio que libere de responsabilidad a los directores.

**En razón de lo indicado, los argumentos de la defensa no serán acogidos.**

iv. En relación con las circunstancias del artículo 38 del DL N°3538, cabe precisar que, a diferencia de lo expuesto por los recurrentes, la Resolución N°8.537 ponderó adecuadamente todas esas circunstancias, analizando pormenorizadamente cada uno de los aspectos contemplados en dicha norma. Además, se debe precisar en torno a la afirmación de los recurrentes en orden a que no le correspondía acreditar su capacidad económica, que si bien es uno de los elementos que debe considerarse, en la medida que no se acompañen antecedentes por los formulados de cargos, estos no podrán ser ponderados.

Asimismo, cabe hacer presente que la enunciación de sanciones previamente aplicadas constituye uno de los parámetros considerados por la referida norma para la determinación de la sanción, las que debe ser ponderada en conjunto con los demás parámetros.

**III.5. Que, en atención a lo anteriormente expuesto se rechazará la Reposición, sin perjuicio de lo que señala en el punto siguiente.**

**III.6 Respecto al plan reparatorio voluntario.**

1.) Que, la defensa señala que **“el ex directorio de LVA AGF impulsó un plan reparatorio voluntario con el fin de recomprar las cuotas del Fondo pertenecientes a los inversionistas supuestamente afectados. No obstante, la Resolución Sancionatoria presenta una versión distorsionada y objetivamente errónea de la magnitud de ese esfuerzo, al afirmar que las cuotas recompradas equivalen a apenas \$1.121.376.050, cuando el monto realmente compensado asciende a más de \$3.300 millones”.**

2.) Que, del examen de la Resolución Sancionatoria, aparece que se ponderaron todas las alegaciones, defensas, excepciones, pruebas y circunstancias que rodearon este caso en particular y, también, cada uno de los criterios orientadores contemplados en el artículo 38 del DL 3538 para los efectos de determinar el rango y monto de la multa aplicada, la que resulta proporcional atendida la naturaleza de la infracción incurrida y dentro del rango legal establecido por el legislador.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

3.) Que, sin perjuicio de lo anterior, se considerará que el programa reparatorio implementado por LV AGF respecto de los aportantes de la Serie B afectados ha aumentado a la fecha a **MM\$3.300**.

De este modo, si bien, dicha circunstancia ya fue ponderada a fin de fijar el monto de la multa aplicada, este Consejo estima pertinente rebajar el *quantum* de la multa en atención a que el programa reparatorio ha sido mayor que aquél ponderado en la Resolución Sancionatoria.

Sin perjuicio de lo anterior, ha de tenerse presente que este es sólo uno de los distintos factores contemplados en el artículo 38 del DL 3538, de modo que el monto final de la sanción a aplicar resulta de la ponderación de todos los factores en su magnitud, tal como fue consignado en la Resolución recurrida.

#### IV. DECISIÓN.

1. Que, conforme a lo expuesto precedentemente, este Consejo considera que la reposición impetrada no aporta elementos que logren desvirtuar las infracciones sancionadas mediante **Resolución Exenta N°8.537 de 2025**, por lo que se rechazará.
2. Que, sin perjuicio de lo anterior, se acogerá parcialmente la reposición en cuanto a la solicitud de rebajar el *quantum* de la multa en atención al aumento del monto del programa reparatorio, según se señala en la parte resolutive.
3. Que, en virtud de todo lo anterior y las disposiciones señaladas en los vistos, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, en **Sesión Extraordinaria N°155 de 24 de septiembre de 2025**, dictó esta Resolución.

#### EL CONSEJO DE LA COMISIÓN PARA EL MERCADO

##### FINANCIERO RESUELVE:

1. Acoger parcialmente la reposición interpuesta por la Sra. **Andrea Pilar Larraín Soza** en contra de la **Resolución Exenta N° N°8.537 de fecha 22 de agosto de 2025**, reemplazando la sanción de multa impuesta de **5.000 Unidades de Fomento** por la **sanción de multa de 4.000 Unidades de Fomento**; y, rechazar en todo lo demás el recurso deducido.
2. Acoger parcialmente la reposición interpuesta por el Sr. **Sebastián Cereceda Silva** en contra de la **Resolución Exenta N° N°8.537 de fecha 22 de agosto de 2025**, reemplazando la sanción de multa impuesta de **5.000 Unidades de Fomento** por la **sanción de multa de 4.000 Unidades de Fomento**; y, rechazar en todo lo demás el recurso deducido.
3. Acoger parcialmente la reposición interpuesta por el Sr. **José Correa Achurra** en contra de la **Resolución Exenta N° N°8.537 de fecha 22 de agosto de 2025**, reemplazando la sanción de multa impuesta de **5.000 Unidades de Fomento** por la **sanción de multa de 4.000 Unidades de Fomento**; y, rechazar en todo lo demás el recurso deducido.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934

4. Acoger parcialmente la reposición interpuesta por el Sr. **Jaime Oliveira Sánchez-Molini** en contra de la **Resolución Exenta N° N°8.537 de fecha 22 de agosto de 2025**, reemplazando la sanción de multa impuesta de **5.000 Unidades de Fomento** por la **sanción de multa de 4.000 Unidades de Fomento**; y, rechazar en todo lo demás el recurso deducido.
5. Acoger parcialmente la reposición interpuesta por el Sr. **Andrés José Bulnes Muzard** en contra de la **Resolución Exenta N° N°8.537 de fecha 22 de agosto de 2025**, reemplazando la sanción de multa impuesta de **5.000 Unidades de Fomento** por la **sanción de multa de 4.000 Unidades de Fomento**; y, rechazar en todo lo demás el recurso deducido.
6. Remítase a las Recurrentes copia de la presente Resolución, para los efectos de su notificación y cumplimiento.
7. Contra la presente Resolución procede el reclamo de ilegalidad contemplado en el artículo 71 del DL 3538, el que debe ser interpuesto ante la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago dentro del plazo de 10 días hábiles computado de acuerdo con lo establecido en el artículo 66 del Código de Procedimiento Civil, contado desde la notificación de la presente resolución.
8. Acordado con el voto disidente de la Comisionada señora Catherine Tornel, quien estuvo por no sancionar a los recurrentes, por los argumentos que constan en su voto disidente en la Resolución impugnada.
9. Acordado con el voto disidente del Comisionado señor Augusto Iglesias, quien estuvo por no sancionar los cargos 1.1 y 1.3, formulados a los recurrentes y aplicar, en consecuencia, una multa de **1.500 Unidades de Fomento a cada director**, por los argumentos que constan en su voto disidente en la Resolución impugnada. No obstante, atendido el aumento del monto del programa de reparación, su opinión es que la multa procedente debe disminuir a **1.200 Unidades de Fomento**.

Anótese, notifíquese, comuníquese y archívese



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-10080-25-35173-J      SGD: 2025090649934



Solange Michelle Berstein Jáuregui  
Presidente  
Comisión para el Mercado Financiero



Augusto Iglesias Palau  
Comisionado  
Comisión para el Mercado Financiero



Catherine Tornel León  
Comisionada  
Comisión para el Mercado Financiero



Beltrán De Ramón Acevedo  
Comisionado  
Comisión para el Mercado Financiero



Bernardita Piedrabuena Keymer  
Comisionada  
Comisión para el Mercado Financiero

