

RESOLUCION EXENTA: 9913
Santiago, 10 de septiembre de 2026

REF.: **APLICA SANCIÓN A ASESORÍAS E
INVERSIONES A&C SPA**

VISTOS:

1. Lo dispuesto en los artículos 3, 5, 20 N°4, 37, 38, 39 y 52 del Decreto Ley N°3.538, que crea la Comisión para el Mercado Financiero (“**DL 3.538**”); 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°2.684 de 2026; en los Decretos Supremos de Hacienda N°266 de 2026; N°325 de 2026; N°1.430 de 2020; y N°1.500 de 2023.
2. La Ley N°18.045, Ley de Mercado de Valores (“**Ley 18.045**” o “**LMV**”).

CONSIDERANDO:

I. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN.

I.1. ANTECEDENTES GENERALES.

1. Que, mediante **Oficio Reservado N°145.145 de 2024** (“Denuncia”), la Dirección General de Supervisión de Conducta de Mercado (DGSCM), de la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF” o “Comisión”), denunció ante el Fiscal de la Unidad de Investigación (“Fiscal” o “UI”) a Asesorías e Inversiones A&C SPA (“Investigada” o “A&C”), por realizar operaciones con acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago (“BCS”) que podrían vulnerar los artículos 52 y 53 de la Ley N° 18.045.
2. Que, mediante **Oficio Reservado N°85.816 de 2025**, la DGSCM complementó la Denuncia.
3. Que, mediante **Resolución UI N°30 de 2025**, el Fiscal inició una investigación para determinar si los hechos denunciados podían ser constitutivos de una infracción.

I.2. HECHOS.

Que, de acuerdo con los antecedentes recabados por el Fiscal durante la investigación, se determinaron los siguientes hechos:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

"A.- Antecedentes Generales:

1.- **Asesorías e Inversiones A&C SpA** (rut: 76.775.071-4) es una sociedad por acciones constituida mediante escritura pública de fecha 27 de julio de 2017, otorgada en la Notaría de Santiago de don Humberto Quezada Moreno, inscrita a fojas 58543, Número 31742 del Registro de Comercio de Santiago del año 2017.

2.- Los accionistas de la sociedad, de acuerdo con la escritura de constitución, son los que a continuación se individualizan:

Rut	Nombre	Participación
10.517.714-3	Sucesión Felipe Correa Orzzoli	20,5%
10.837.149-8	Cristian Araya Fernández	26,5%
13.551.113-7	Naim Jadue Ganem	26,5%
6.861.451-1	Alejandro Parraguez Botello	26,5%

3.- **Asesorías e Inversiones A&C SpA** opera de forma habitual en la **Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)**, observándose que entre el 01 de enero de 2021 y hasta el mes de septiembre de 2024, invirtió en 61 títulos accionarios por un monto total de MM\$2.295.400. Los títulos que representan el 99% de los montos totales transados por el inversionista son los siguientes:

Nemo	Fecha inicio	Fecha fin	Compra unid.	Compra MM\$	Compra días	Venta unid.	Venta MM\$	Venta días	Total MM\$	%	% Acumulado
CENCOSUD	04-01-2021	11-09-2024	104.328.243	149.491	704	104.340.546	149.885	706	299.375	13%	13,0%
SQM-B	28-01-2021	16-09-2024	2.207.553	148.577	435	2.207.493	148.915	435	297.492	13%	26,0%
ENELAM	04-01-2021	30-09-2024	1.188.031.171	118.153	687	1.189.558.097	118.584	688	236.737	10%	36,3%
FALABELLA	04-01-2021	12-09-2024	40.155.544	98.156	597	40.184.414	98.495	595	196.651	9%	44,9%
CMPC	05-01-2021	30-09-2024	59.809.076	96.326	547	59.779.806	96.551	542	192.877	8%	53,3%
ANDINA-B	04-01-2021	30-09-2024	45.773.132	85.005	804	45.758.012	85.221	812	170.226	7%	60,7%
VAPORES	27-01-2021	25-09-2024	869.239.115	66.009	324	869.055.188	66.079	327	132.088	6%	66,5%
CENCOSHOP	04-01-2021	29-12-2023	38.315.025	41.948	640	38.279.480	42.061	642	84.009	4%	70,1%
AGUAS-A	04-01-2021	09-08-2024	191.437.712	39.957	557	191.432.501	40.058	559	80.015	3%	73,6%
ECL	04-01-2021	30-09-2024	68.237.460	39.858	757	68.222.810	39.907	758	79.765	3%	77,1%
COLBUN	04-01-2021	29-07-2024	452.753.303	37.060	350	451.780.949	37.050	356	74.109	3%	80,3%
ENELCHILE	04-01-2021	26-09-2024	1.009.644.458	35.012	406	1.009.994.458	35.176	411	70.187	3%	83,4%
PARAUO	04-01-2021	30-09-2024	30.777.437	32.599	640	30.768.584	32.678	640	65.277	3%	86,2%
COPEC	05-01-2021	17-09-2024	3.987.691	27.062	265	3.987.691	27.118	271	54.180	2%	88,6%
CHILE	04-01-2021	16-09-2024	312.583.303	25.004	249	313.083.303	25.093	252	50.097	2%	90,7%
QUINENCO	09-02-2022	27-06-2024	5.798.333	14.071	181	5.798.333	14.117	177	28.188	1%	92,0%
CENCOMALLS	03-04-2023	30-09-2024	9.193.106	12.796	255	9.193.106	12.820	255	25.617	1%	93,1%
CONCHATORO	06-01-2021	25-09-2024	11.237.231	12.621	284	11.237.231	12.654	285	25.275	1%	94,2%
BSANTANDER	05-01-2021	25-04-2024	319.439.101	12.144	152	319.439.101	12.163	149	24.307	1%	95,3%
LTM	01-04-2021	06-09-2024	1.045.060.602	9.815	278	1.045.060.602	9.840	279	19.655	1%	96,1%
RIPLEY	18-03-2021	11-07-2024	60.214.981	9.218	241	60.214.981	9.164	241	18.383	1%	96,9%
ITAUCORP	05-05-2021	06-03-2023	3.202.873.119	5.952	71	3.202.873.119	5.975	70	11.927	1%	97,4%
ITAUCL	01-12-2021	19-08-2024	2.445.581.105	5.010	78	2.445.581.105	5.030	76	10.040	0%	97,9%
CAP	06-01-2021	21-08-2024	615.083	4.959	106	615.083	4.967	108	9.927	0%	98,3%
SQM-A	14-01-2021	02-05-2023	86.805	4.482	69	86.805	4.547	68	9.028	0%	98,7%
ENTEL	16-06-2021	12-06-2024	822.004	2.535	42	822.004	2.542	43	5.077	0%	98,9%
SONDA	27-07-2021	24-09-2024	6.321.279	2.501	143	6.321.279	2.512	147	5.013	0%	99,1%



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

4.- Las operaciones que más adelante se reprochan fueron ingresadas directamente por el inversionista en los sistemas de transacción de la BCS, utilizando el Código de Ruteo 974 por medio de **BTG Pactual Corredores de Bolsa S.A.** y **Tanner Corredores de Bolsa S.A.**¹.

5.- Para tales efectos, A&C suscribió un contrato de servicio de terminales de negociación para el ruteo directo de órdenes al mercado de Renta Variable de la BCS con fecha 08 de junio de 2020.

6.- Por su parte, la autorización de agente ruteador por parte de las corredoras de bolsa con las que opera, data del 17 de junio de 2020 en el caso de **Tanner Corredores de Bolsa S.A.** y del 29 de mayo de 2020 en el caso de **BTG Pactual Corredores de Bolsa S.A.**

7. Para el periodo indicado, A&C operaba con tres ejecutivos dedicados al trading intraday en acciones con el patrimonio de la sociedad. La identificación de los usuarios y los códigos de los terminales de negociación con los que operó el inversionista – asignados por la BCS-, corresponde a la siguiente:

Códigos terminales de bolsa	Nombre	RUT	Periodo prestación servicios a A&C
ASEINVAYC01@1974001-100	Sebastián García Real	10.830.302-1	dic. 2017 – sept. 2025
ASEINVAYC02@1974002-100	Thomas Filipek Carvallo	16.658.089-7	jul. 2019 – jul. 2023
ASEINVAYC03@1974003-100	Cristián Cayupi Silva	11.621.934-4	mar. 2018 – sept. 2025

B.- Hechos materia de formulación de cargos:

1.- Durante el período comprendido entre el día 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024, se identificaron una serie de operaciones en acciones llevadas a cabo de manera recurrente por **Asesorías e Inversiones A&C SpA** en la **Bolsa de Comercio de Santiago** en las cuales ésta utilizaba órdenes o cotizaciones de compra/venta de acciones con el objeto de obtener mejores precios a los ofrecidos por el mercado y sin el propósito de realizar transacción alguna. Lo señalado precedentemente constituye un mecanismo de manipulación de mercado en los términos que se señalan en lo sucesivo.

2.- En términos generales, el mecanismo señalado consistía en el ingreso de órdenes a los sistemas bursátiles de calce automático de la **Bolsa de Comercio de Santiago** al mejor precio de compra o venta -en adelante también las órdenes cuestionadas- con la particularidad que dichas órdenes no tenían como propósito que fueran calzadas, sino que hacer variar artificialmente los precios mediante la reducción de la diferencia entre el precio de compra o venta en favor de otras órdenes ingresadas por A&C en la parte contraria del libro. De manera tal que las primeras órdenes ingresadas tenían por objeto inducir a terceros inversionistas a igualar o mejorar el precio de dichas órdenes.

¹El ingreso de órdenes directamente por el cliente se da en el marco del servicio prestado por la Bolsa de Comercio de Santiago denominado DIRECT MARKET ACCESS (DMA), los cuales permiten el ruteo de órdenes de compra y venta de renta Variable, Derivados y Renta Fija en tiempo real por parte del cliente final, quien debe ser autorizado previamente por un Corredor de la Bolsa de Santiago.

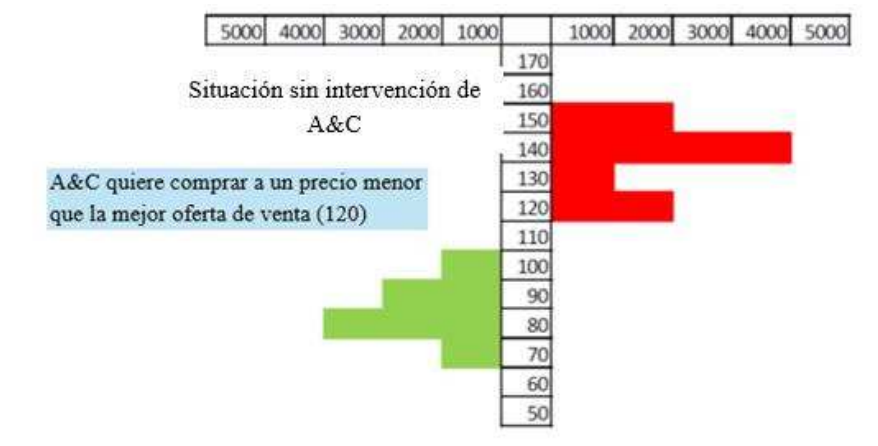


3.- Una vez que **A&C** lograba la reducción de la diferencia entre los precios de compra y venta, procedía a eliminar las órdenes cuestionadas para evitar su calce, ya que su objetivo era únicamente hacer variar artificialmente el precio.

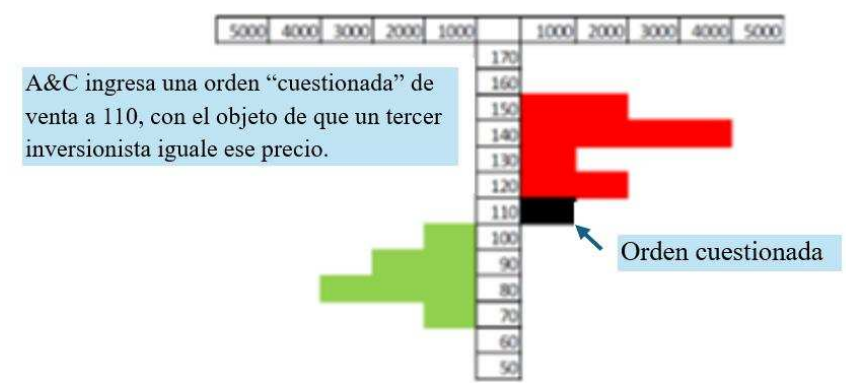
4.- En cuanto a las órdenes que A&C realmente intentaba realizar y que estaban en la parte contraria del libro de la orden cuestionada -en adelante las órdenes objetivo-, su materialización era posible únicamente en virtud de la orden cuestionada y producto del efecto que dicha orden producía en terceros inversionistas conforme se indicó en los párrafos precedentes.

5.- El mecanismo señalado precedentemente puede ilustrarse² de la siguiente forma:

Paso 1.-



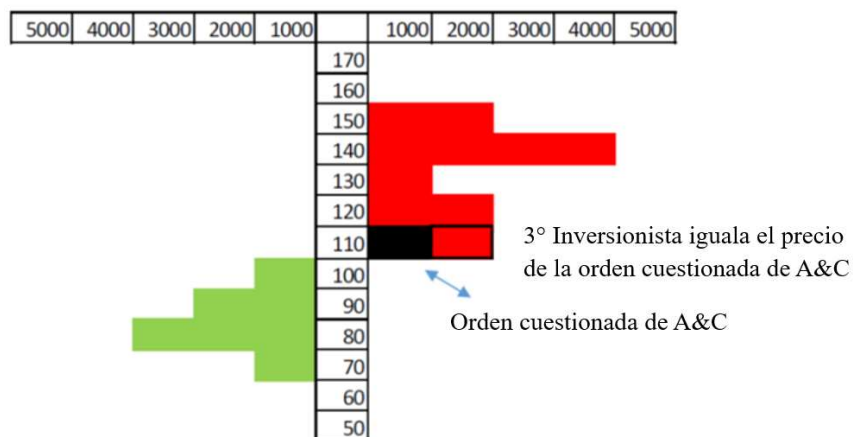
Paso 2.-



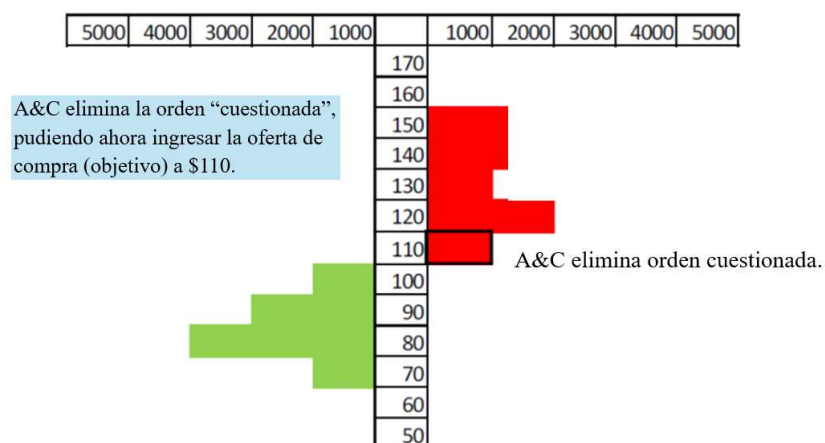
Paso 3.-

² En color rojo, se ilustran las órdenes de venta, y en verde las órdenes de compra.

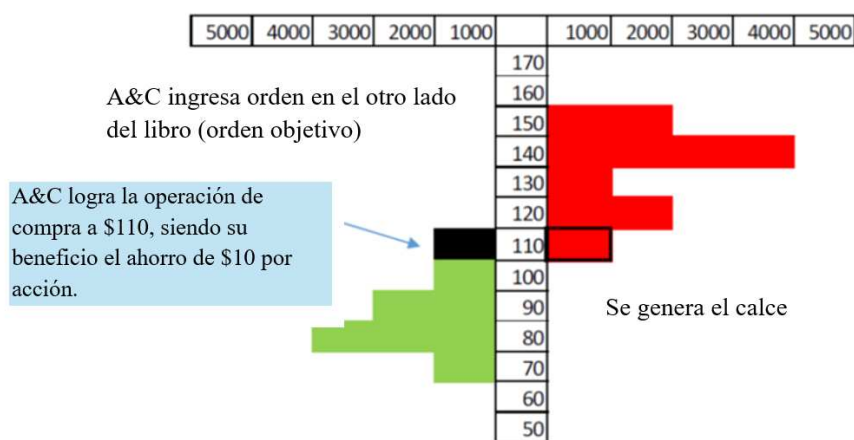




Paso 4.-



Paso 5.-



6.- De la forma de operar señalada precedentemente, se sigue que **A&C** por medio del ingreso de cotizaciones ficticias, denominadas también para efectos del presente oficio como órdenes cuestionadas, logra transar a mejores precios a los ofrecidos inicialmente por el mercado, haciendo variar artificialmente los precios, ya que, de no existir las referidas órdenes, los precios hubiesen sido distintos.

7.- En la ejecución del mecanismo de manipulación de precios de acciones empleado por A&C se han identificado las siguientes características:

i.- El inversionista utilizaba órdenes cuestionadas de cantidad mayor a 1 acción -80% de los casos- y de cantidad igual a 1 acción -20% de los casos-, al mejor precio de venta o compra vigente.

ii.- Las órdenes cuestionadas eran eliminadas por A&C transcurridos pocos segundos una vez obtenida la respuesta de terceros, quienes respondían modificando órdenes previamente existentes³ o ingresando órdenes⁴ a un precio que igualaba -en la mayoría de los casos- o mejoraba el precio de la orden cuestionada.

iii.- Por lo general, la orden objetivo ingresaba cuando la orden cuestionada no estaba vigente -92% de los casos-, no obstante, en algunas ocasiones A&C podía ingresar la orden objetivo estando aún vigente la orden cuestionada -8% de los casos-, observándose en esta situación lo siguiente:

a.- Cuando el precio de la orden del tercero era mejor que el de la orden cuestionada, A&C calzaba este mejor precio, sin transar con la orden cuestionada, por cuanto no había compatibilidad de precios;

b.- Cuando el precio de la orden del tercero era igual al de la orden cuestionada, A&C podía modificar la orden cuestionada -, ya sea su cantidad o modificarla sin variar ni la cantidad ni el precio, con esto, la orden cuestionada perdía prioridad, pudiendo A&C efectuar el calce de la orden objetivo y la del tercero, evitando calzar la orden cuestionada. En algunos casos A&C podía realizar más de una modificación.

iv.- A&C podía calzar las órdenes de otros inversionistas que seguían respondiendo al precio fijado una vez eliminada la orden cuestionada. Es decir, calzaba órdenes de terceros que respondían a una respuesta previa de terceros que ingresó estando activa la orden cuestionada o respondían al precio de transacción fijado por la orden objetivo.

v.- Previo al ingreso de la orden cuestionada, A&C podía realizar intentos de manipulación -0,6% de los casos-, consistentes en el ingreso de órdenes en el mismo lado del libro de la orden cuestionada al mejor precio existente, para luego, en un lapso de tiempo mínimo eliminarlas.

vi.- Las órdenes de terceros y objetivo podían ingresar al libro de la Bolsa de manera previa a que A&C ingresara la orden cuestionada. Una vez ingresada la orden cuestionada, las órdenes de terceros y objetivo que ya estaban en el libro, eran modificadas respondiendo a la orden cuestionada.

8.- Cada uno de los casos en que se encuentra presente la conducta reprochada, cuenta con una única orden cuestionada, que podía inducir una o más órdenes de terceros, las cuales

³ 83% de los casos.

⁴ 17% de los casos.



eran calzadas por una o más órdenes objetivo de A&C o calzaban órdenes objetivo previamente ingresadas por A&C, generándose uno o más folios de transacción.

9.- A modo de ejemplo, para uno de los casos objeto del presente Oficio de Cargos⁵, el mecanismo operó de la siguiente manera:

- Con fecha 08-02-2022 y previo al ingreso de la orden cuestionada de A&C, para la acción ECL el mejor precio de venta era de **\$624,99**, en tanto, el mejor precio de compra era de \$601.
- A las 09:53:19.575214 horas, **A&C** a través de su terminal de acceso directo al mercado y de su usuario ASEINVAYC03@1974003-100, **ingresó una orden cuestionada de venta** (N° ord2203942229) al mejor precio de **\$601,01**, por una cantidad de 3.520 acciones todas visibles.
- Con el ingreso de la orden cuestionada, A&C redujo el diferencial de los mejores precios de compra y venta de \$23,99 a \$0,01, esto es, una disminución del 99,96%.
- Posteriormente, a las 09:53:20.247437 horas, un tercero inversionista modificó su orden de venta (N° ord2203941913), **la orden respuesta de venta**, reduciendo su precio a \$601,01 igualando el precio de la orden cuestionada. Esta orden respuesta era de cantidad de 1.598 acciones (visibles 650).
- Luego, a las 09:53:21.968675 horas, **A&C eliminó la orden cuestionada**, para luego, a las 09:53:35.684018, a través del mismo usuario, **modificó el precio de una orden vigente de compra, -su orden objetivo-**, llevándolo a un precio de \$601,01 por una cantidad de 20.000 acciones (visibles 2.154), calzando y extinguiendo la orden respuesta del tercero inversionista.

Esta práctica le permitió a A&C poder comprar a un precio de \$601,01, en circunstancias que previo al ingreso de su orden cuestionada, el mejor precio de venta era de \$624,99, logrando un **beneficio estimado en \$38.320** [1.598 acciones * (\$624,99- \$601,01)]. Lo anterior, se resume en el siguiente cuadro:

Nemo: ECL		Fecha: 08-02-2022	
Punta de venta previo al ingreso de la orden cuestionada de A&C: \$ 624,99		Punta de Compra previo al ingreso de la orden cuestionada de A&C: \$ 601	
		<u>Precio \$</u>	<u>Hora ingreso</u>
Orden cuestionada de Venta:		601,01	09:53:19.575214
Orden objetivo de Compra:		601,01	09:53:35.684018
Tipo Transacción:		Compra	Precio Transacción (\$): 601,01
Beneficio A&C:		\$38.320	Cantidad transada: 20.000 acciones
Vigencia orden cuestionada de Venta desde su ingreso hasta su eliminación:		2,39346 segundos	
Vigencia orden cuestionada de Venta desde la respuesta del tercero hasta su eliminación:		1,721238 segundos	

⁵ N° caso: 54.941 del Anexo del presente Oficio.



10.- A nivel agregado, durante el período comprendido entre el día 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024, se identificaron 72.252 casos⁶ de operaciones en acciones llevadas a cabo por A&C en la Bolsa de Comercio de Santiago, en las cuales utilizó órdenes o cotizaciones de compra/venta para manipular el mercado y obtener mejores precios a los ofrecidos. Lo anterior, involucró la transacción de 2.618.051.414 acciones por un monto de MM\$374.319 y le generó un beneficio estimado en MM\$1.842. La distribución de casos por acción es la siguiente:

NEMO	Beneficio M\$	Monto Transado M\$	Nº Acciones transadas	Nº Casos	% casos/total
ANDINA-B	232.271	38.383.398	21.603.677	9.179	12,7%
CENCOSUD	271.220	73.976.402	53.011.296	9.178	12,7%
CENCOSHOPP	236.220	22.601.521	21.654.916	8.364	11,6%
CMPC	216.177	50.384.575	31.984.877	8.046	11,1%
COLBUN	96.947	18.452.511	228.408.853	5.527	7,6%
ENELAM	141.389	42.786.934	431.653.107	4.880	6,8%
ECL	97.759	11.994.506	21.021.255	4.856	6,7%
FALABELLA	119.641	37.422.051	15.356.420	4.134	5,7%
AGUAS-A	98.932	15.514.592	78.970.987	3.973	5,5%
PARAUCO	91.194	11.116.446	11.476.335	3.835	5,3%
QUINENCO	50.241	6.349.615	2.627.012	1.883	2,6%
CONCHATORO	34.929	5.280.921	4.490.959	1.713	2,4%
ENELCHILE	46.063	9.582.359	295.412.559	1.666	2,3%
RIPLEY	16.030	2.233.425	14.439.353	1.364	1,9%
COPEC	40.881	9.581.728	1.398.938	1.344	1,9%
VAPORES	14.658	6.593.195	87.901.547	674	0,9%
ITAUCORP	11.199	2.228.347	1.196.380.123	538	0,7%
CHILE	9.230	3.807.409	47.993.176	377	0,5%
CAP	6.018	1.362.319	164.402	269	0,4%
ENTEL	3.069	872.027	282.446	201	0,3%
SQM-B	5.222	2.748.262	37.174	151	0,2%
BSANTANDER	1.400	778.549	21.453.693	62	0,1%
LTM	626	208.646	30.196.041	30	0,0%
ITAUCL	133	42.735	129.015	5	0,0%
SQM-A	67	15.562	309	2	0,0%
SONDA	7	1.091	2.944	1	0,0%
Total general	1.841.523	374.319.125	2.618.051.414	72.252	100,0%

I.3. ANTECEDENTES RECOPIADOS DURANTE LA INVESTIGACIÓN.

Durante la investigación, el Fiscal de la UI recopiló los siguientes antecedentes que agregó a este Procedimiento Sancionatorio:

1. **Oficio Reservado N°145.145 de fecha 22 de noviembre de 2024** y su respectivo anexo, a través del cual la Dirección General de Conducta de Mercado realizó su denuncia.

⁶ En términos generales, cada caso se conforma por: una cotización ficticia realizada por A&C, una o más respuestas de terceros a esas cotizaciones, una o más órdenes objetivo ingresadas por A&C que calzaban las órdenes de terceros y uno o más folios de transacción por cada caso. Explicación detallada se encuentra en el Anexo N°1 de este Oficio de Cargos.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

2. **Oficio Reservado UI N°326 de fecha 19 de marzo de 2025**, a través del cual se solicitó a TANNER CORREDORES DE BOLSA S.A. antecedentes relativos a ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA.

3. **Oficio Reservado UI N° 327 de fecha 19 de marzo de 2025**, a través del cual se solicitó a BTG PACTUAL CHILE S.A. CORREDORES DE BOLSA antecedentes relativos a ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA.

4. **Presentación de fecha 3 de abril de 2025**, a través de la cual TANNER CORREDORES DE BOLSA S.A. dio respuesta a lo solicitado en el Oficio Reservado UI N° 326/2025.

5. **Oficio Reservado UI N°448 de fecha 15 de abril de 2025**, a través del cual se solicitó antecedentes a la BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, BOLSA DE VALORES, relativos a ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA.

6. **Oficio Reservado N°85.816 de fecha 23 de abril de 2025** y su respectivo anexo, a través del cual la DGSCM complementó los antecedentes denunciados con fecha 22 de noviembre de 2024.

7. **Presentación de fecha 24 de abril de 2025**, a través de la cual BTG PACTUAL CHILE S.A. CORREDORES DE BOLSA, dio respuesta a lo solicitado en el Oficio Reservado UI N° 327/2025.

8. **Presentación de fecha 24 de abril de 2025**, a través de la cual la BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, BOLSA DE VALORES, dio respuesta a lo solicitado en el Oficio Reservado UI N° 448/2025. Entre los antecedentes remitidos, la Bolsa indicó que:

“... Asesorías e Inversiones A&C SpA mantiene un contrato de servicio de terminales de negociación para el ruteo directo de órdenes al mercado de Renta Variable de la Bolsa de Santiago. Adjuntamos copia del contrato vigente, sus anexos y los documentos de autorización de agente ruteador por parte de las corredoras de bolsa con las que opera...”

9. **Oficio Reservado UI N° 797 de fecha 4 de julio de 2025**, a través del cual se citó a declarar al Sr. Alejandro Parraguez B., gerente general de ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA.

10. **Declaración del Sr. Alejandro Parraguez B.**, gerente general de ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA. de fecha 9 de julio de 2025. En dicha declaración, el Sr. Parraguez, entre otros antecedentes, señaló lo siguiente:

“... Nosotros no transamos con máquinas o programas. Así, todo ingreso, modificación o eliminación de órdenes los hacen los ejecutivos de A&C..... Las operaciones que ellos hacen es intraday, pero muchas veces quedan con cartera...”. (extractos respuesta a pregunta N°3).

“...La mayoría son operaciones efectuadas por ruteador, y puede haber algunas órdenes puestas directamente en la corredora...” (respuesta a pregunta N°8).

11. **Presentación de fecha 21 de julio de 2025 del Sr. Alejandro Parraguez B.**, mediante la cual acompañó antecedentes complementarios ofrecidos en su declaración de fecha 9 de julio de 2025, encontrándose entre ellos los siguientes:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

“...Informo además los nombres de los usuarios asociados a los códigos de los terminales de bolsa con los que ha operado la sociedad:”

CODIGO	USUARIO
ASEINVAYC01@1974001-100	Sebastián García R.
ASEINVAYC01@1974002-100	Thomas Filipek C.
ASEINVAYC01@1974003-100	Cristián Cayupi S.

RESULTADO COMPRA Y VENTA DE ACCIONES SEGÚN INFORMACION CONTABLE ASESORIA E INVERSIONES A&C SpA

RESULTADO COMPRA Y VENTA DE ACCIONES SEGÚN INFORMACION CONTABLE ASESORIA E INVERSIONES A&C SpA (*)									
AÑO	Ventas	Compras	Compras + Ventas	Resultado Bruto	Dividendos	Comisiones	Resultado Neto	Rentabilidad	Resultado A&C
	(1)	(2)	(1)+(2)	(3)	(4)	(5)	(3)+(4)+(5)	(6)	(7)
2021	396.191.661.105	395.160.444.533	791.352.105.638	1.031.216.572	31.705.089	- 940.569.137	122.352.524	0,015%	100.999.063
2022	474.449.868.228	473.225.596.985	947.675.465.213	1.224.271.243	30.897.055	- 1.124.535.689	130.632.609	0,014%	55.236.192
2023	175.471.726.595	175.111.678.880	350.583.405.475	360.047.715	10.896.534	- 416.401.182	45.456.933	-0,013%	21.714.662
2024	127.512.660.375	127.278.398.582	254.791.058.957	234.261.793	1.862.113	- 303.097.420	66.973.514	-0,026%	95.253.349

12. Oficio Reservado UI N°836 de fecha 9 de julio de 2025, a través del cual se citó a declarar al Sr. Sebastián García Real, *trader* y usuario de los terminales de Bolsa de ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA.

13. Declaración del Sr. Sebastián García Real, *trader* y usuario de los terminales de Bolsa de ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA, de fecha 11 de julio de 2025, en la cual informó, entre otros aspectos, lo siguiente:

Pregunta N°3: Para que indique su relación con los socios de A&C y las instancias en las cuales se comunica con ellos.

“...A&C tiene un Capital, con el cual tomo posiciones de acciones y de trading intraday en el mercado, intentando maximizar el valor de la cartera. Es como uno tener unos ahorros, alguna vez tuvo 100 millones, luego la gente de A&C ha hecho retiros, y en algún momento llegué a tener 140 millones, que fue lo máximo. Mis honorarios dependen de las comisiones generadas y el mayor valor de la cartera, es una especie de success fee. Ese capital genera comisiones y tiene un mayor valor eventualmente...” (Extracto respuesta a pregunta N°3)

Pregunta N°4: Para que detalle, respecto a su labor de compra y venta de acciones en A&C en el periodo 2021-2024, la estrategia de inversión utilizada (patrimonio administrado, horizonte de tiempo, instrumentos/productos, objetivos de rentabilidad, diversificación, montos transados promedio, etc.) e identifique a las personas que ejecutan las operaciones de trading.

“...En cuanto a la estrategia de inversión, existen dos tipos de negocios dentro del trading, uno que es más de posición, que sería tener una posición en algo, más allá de dos o tres días, y el trading intraday, que consiste en lograr un spread de precios haciendo compra y venta durante el día de cualquiera de las acciones más comunes que se transan diariamente. En cuanto a los montos, el intraday post coronavirus ha caído mucho en su volumen y la incidencia en la rentabilidad de la cartera. Esto por menores volúmenes transados, lo que trae una menor liquidez y esto a su vez ha aumentado la importancia de las máquinas de volumen de las corredoras.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

El volumen por ejemplo el año 2018 fue 250 mil millones y el 2024, 121 mil millones, esto en A&C.” (Extracto respuesta a pregunta N°4).

Pregunta N°6: Para que detalle, la infraestructura física y tecnológica utilizada en la compraventa de acciones para A&C en el periodo 2021-2024, las corredoras con las que operó y si contaba con límites de operación.

“...Los años 2021 y 2022 fueron 15 mil mensuales, es decir 750 millones diario lo que operé, y el año 2024 fueron 500 millones. Estos años sólo ocupe el telepregón HT. No tengo otros mecanismos.

Yo trabajo más que nada con la liquidez, no más de 3 o 4 acciones para hacer intraday...”
(Extracto respuesta a pregunta N°6).

Pregunta N°9: Para que indique si el ingreso de órdenes de compra o venta de acciones realizado por A&C, siempre tiene como fin realizar la respectiva transacción. En caso contrario, para que explique las razones de ingresar y eliminar órdenes en un determinado periodo de tiempo.

“...Hay un término, que se llama scalping, que es de como escarbar, ir buscando volúmenes, pero eso depende del volumen y liquidez. Lo que uno busca es obtener una rentabilidad o spread. Uno siempre busca volúmenes, para encontrar spread, pero como está últimamente el mercado y con las corredoras con máquinas, es muy difícil que el scalping pueda pasar...” (Extracto respuesta a pregunta N°9).

Pregunta N°10: Para que indique si en el periodo 2021-2024, ha ingresado órdenes y luego en un breve periodo de tiempo (segundos o milisegundos) las ha cancelado sin que dichas órdenes se ejecuten, respecto de un número elevado de órdenes de compra o venta para una misma acción. Si es así, para que explique la lógica de dicha práctica.

“...Si, lo he hecho, he ingresado y luego en un breve periodo de tiempo las he cancelado. No entiendo a lo que se refieren a un número elevado de órdenes.

Cuando hay rebalanceos, hay mayor spread y volumen, y ahí puede ser que ingrese y cancele órdenes, pero eso se ve cuando hay volumen, que uno ingresa y cancela órdenes. Esto es continuo, y las máquinas generalmente ajustan, uno trata de avanzar sobre el algoritmo...”
(Respuesta a pregunta N°10).

Pregunta N° 11.a: Para que indique cuál es la finalidad de ingresar una orden de compra o venta con un precio y volumen determinado, para luego eliminarla antes que se transe y casi simultáneamente, ingresar en el lado opuesto del libro una nueva orden a un precio igual al de la orden eliminada y que termina siendo ejecutada. A continuación, se exhiben algunas operatorias de A&C realizadas en el periodo 2021-2024:

A) Nemo: CENCOSUD - Transacción final: Compra
Fecha 07-01-2022 // ID USUARIO: ASEINVAYC01@1974001-100



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

hora	p venta	p compra	p venta AyC	p compra AyC	id orden venta	tipo registro venta	precio venta	cantidad orden venta	cantidad visible venta	cantidad transada venta	id orden compra	tipo registro compra	precio compra	cantidad orden compra	cantidad visible compra	cantidad transada compra
13:02:37.417501	1347,8	1342	0	0							ord22007418976	ingreso	1.342,0	7.106,0	7.106	-
13:02:40.674579	1347,8	1342	0	0							ord22007417174	modif.	1.340,1	3.000,0	3.000	-
13:02:41.809806	1342,2	1342	1342,2	0	ord22007418992	ingreso	1342,2	2.900	2.900	-						
13:02:42.442866	1342,2	1342	1342,2	0	ord22007418449	modif (*)	1342,2	10.797	10.797	-						
13:02:43.896337	1342,2	1342	0	0	ord22007418992	eliminacion	1342,2	2.900	2.900	-						
13:02:43.913327	1342,2	1342,1	0	0							ord22007419001	ingreso	1.342,1	6.315,0	6.315	-
13:02:45.407006	1342,2	1342,2	0	1342,2							ord22007419010	ingreso	1.342,2	10.797,0	10.797	-
13:02:45.407254	1347,8	1342,2	0	1342,2	ord22007418449	transaccion	1342,2	10.797	10.797	10.797						
13:02:45.407281	1347,8	1342,1	0	0							ord22007419010	transacción	1.342,2	10.797,0	10.797	10.797
13:02:50.218537	1347,8	1342,1	0	0	ord22007419031	ingreso	1347,8	6.597	6.597	-						
13:02:58.210415	1347,6	1342,1	0	0	ord22007419061	ingreso	1347,6	76	76	-						

(*) Orden de 3ero ingresada a las 12:58:07 hrs, a un Px de 1.348, y modificada 2 veces antes, ajustando Px a la baja (1.347,9 luego 1.347,8)

“...La primera intervención, de ingresar y eliminar, el propósito o lógica, seguramente me puse comprando y una máquina se puso un centavo arriba, y por eso la eliminé, entonces yo estoy buscando donde hay volumen, dónde puedo participar, luego la modifico, porque hay una máquina participando, independiente del precio en que me ponga.

Por ejemplo, si yo me pongo a vender a 1342, yo tanteo para buscar información, y si después elimino o cancelo, es parte del día a día, y yo tengo la desventaja que debo hacerlo manualmente, y las máquinas son más rápidas. Las máquinas van participando de acuerdo con el volumen que están viendo, por eso yo estoy buscando otra cosa, estoy buscando hacer trading de 7 días, porque es un negocio que se ha resentido mucho.

Yo en este caso quería vender, y puse la orden, y luego se puso el algoritmo, y por eso la cancelé. Básicamente, yo estoy buscando mercado, yo trato de hacer negocio, las máquinas no tienen espíritu de comprar o vender, por eso ahí una máquina se pone a vender y por eso yo pongo la orden al otro lado, esto es parte del mercado, y así funciona, si no debería eliminarse las máquinas.

Aquí el fin de la operación es buscar el spread en una competencia donde se obtenga la mayor ganancia, buscar vender o comprar a niveles bajos. En este caso, el objetivo sería bajar el spread, viendo el riesgo que se puede correr, mirando estudios, gráficos, etc...

...Eventualmente se podría disminuir el spread con una operación de una acción, pero esto es explorativo, dependiendo de la respuesta del robot. Antes se podía hacer en el 2018, pasaba y pasaba mucho, hoy en día las máquinas se han mejorado, y ya no responden a eso, es toda una adaptación, y las máquinas son eficientes, y el volumen va a depender de muchos factores...” (Extracto respuesta a pregunta N°11.a).

14. Oficio Reservado UI N°837 de fecha 9 de julio de 2025, a través del cual se citó a declarar al Sr. Cristian Cayupi, *trader* y usuario de los terminales de Bolsa de ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA, la que tuvo lugar con fecha 17 de julio de 2025.

15. Oficio Reservado UI N°881 de fecha 18 de julio de 2025, a través del cual se citó a declarar al Sr. Thomas Filipek Carvalho, *trader* y usuario de los terminales de Bolsa de ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

16. Declaración del Sr. Thomas Filipek Carvalho de fecha 1 de agosto de 2025. En dicha declaración, el Sr. Filipek, entre otros antecedentes, señaló lo siguiente:

Pregunta N°7: Para que indique el tipo de acceso al mercado para el ingreso y gestión de órdenes de compraventa de acciones en el periodo 2021- 2024 (servicio de terminal de negociación, a través de ruteador, entrega de órdenes a la corredora). De ser el caso, para que señale si tenía asignado (o utilizó) alguno de los siguientes ID de usuario en el periodo 2021-2024: ASEINVAYC01@1974001-100, ASEINVAYC02@1974002-100, ASEINVAYC03@1974003-100.

“...Yo ocupaba la corredora de tanner y de consorcio que era a través de las corredoras con que operaba. Puede que alguna vez le haya dado una orden verbal a la corredora, pero más la mayor parte de las veces era yo directo...” (Extracto respuesta a pregunta N°7)

Pregunta N°12.a: Se ha observado que reiteradamente en un día -en varias ocasiones más de 50 veces al día y en algunas ocasiones sobre 100 veces-, con el usuario ASEINVAYC02@1974002-100 se ingresaba una orden de compra o venta con un precio y volumen determinado, la que se eliminaba después que un tercero igualara o mejorara ese precio, para luego ingresar a continuación en el lado opuesto del libro una nueva orden que calza la orden del tercero que igualó o mejoró el precio de la orden eliminada. Además, se ha identificado el uso de órdenes de cantidad una acción. Para que explique este tipo de operaciones. A continuación, se exhiben algunas operatorias de A&C realizadas en el periodo 2021-2024

A) Nemo: CENCOSUD - Transacción final: Compra
Fecha 03-01-2023 // ID USUARIO: ASEINVAYC02@1974002-100

hora	p venta	p compra	p venta A y C	p compra A y C	id orden venta	tipo registro venta	precio venta	cantidad O. venta	cant. visible venta	cantidad transada Vta.	cantidad remanente Vta.	id orden compra	tipo registro compra	precio compra	Cant. orden compra	Cant. visible compra	Cant. transada compra	Cant. Rem. compra
14:05:19.426491	1343	1345,7	1352,8	1336,4	ord23003434466	transaccion	1343	30120	7530	9	29084	ord23003434693	modificacion	1345,7	9	9	0	9
14:05:19.427429	1343	1345,7	1352,8	1336,4								ord23003434693	transaccion	1345,7	9	9	9	0
14:05:19.427442	1343	1336,5	1352,8	1336,4								ord23003434826	ingreso	1336,5	8	8	0	8
14:05:19.529923	1343	1336,5	1352,8	1336,4														
14:05:20.017581	1337,1	1336,5	1337,1	1336,4	ord23003434829	ingreso	1337,1	2000	2000	0	2000							
14:05:20.692584	1337,1	1336,5	1337,1	1336,4	ord23003434834	ingreso	1337,1	523	523	0	523							
14:05:21.246918	1337,1	1336,5	1337,1	1336,4	ord23003434647	eliminacion	1343	3385	3385	0	3385							
14:05:22.556463	1337,1	1336,5	1352,8	1336,4	ord23003434829	eliminacion	1337,1	2000	2000	0	2000							
14:05:25.087077	1337,1	1337,1	1352,8	1337,1								ord23003434844	ingreso	1337,1	15000	15000	0	15000
14:05:25.087585	1343	1337,1	1352,8	1337,1	ord23003434834	transaccion	1337,1	523	523	523	0							
14:05:25.087602	1343	1337,1	1352,8	1337,1								ord23003434844	transaccion	1337,1	15000	15000	523	14477
14:05:25.192533	1343	1337,1	1352,8	1337,1								ord23003434588	modificacion	1337,1	506	169	0	506
14:05:25.601925	1343	1337,1	1352,8	1337,1								ord23003434588	modificacion	1337,1	630	169	0	630

¿Cuál es el racional de la eliminación?

“... Porque se está jugando con un robot, es para saber el precio, y se ingresa inmediatamente al otro lado del libro, esto podría ser, dentro del offer y el bid. Y es necesario eliminar porque no se puede comprar y vender uno mismo. El sistema no lo deja, hay que eliminar, para poder calzar. En estos casos puede ser que uno ingrese la orden para que el robot me siga...” (Extracto respuesta a pregunta N°12.a)

Pregunta 12b. Nemo: FALABELLA Transacción final: Venta
Fecha 28-02-2023 // ID USUARIO: ASEINVAYC02@1974002-100



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

hora	p Vta.	p compr	p Vta. AyC	p compr a AyC	id orden Vta.	tipo registro Vta.	precio Vta.	Cant. orden Vta.	Cant. visible Vta.	Cant. transad a Vta.	Cant. remanente	id orden compra	tipo registro compra	precio compra	Cant. orden compra	Cant. visible compra	Cant. transada compra	Cant. remanente
13:07:29.138195	1849,9	1845,1	0	1830	ord23059430665	ingreso	1850	104	104	0	104	ord23059430543	modificacion	1845,1	542	542	0	542
13:07:36.030817	1849,9	1845,1	0	1830														
13:08:02.405042	1849,9	1849,8	0	1849,8								ord23059430770	ingreso	1849,8	1	1	0	1
13:08:02.857580	1849,9	1849,8	0	1849,8								ord23059430256	modificacion	1845,8	515	515	0	515
13:08:02.861901	1849,9	1849,8	0	1849,8	ord23059430320	modificacion	1850	350	350	0	350							
13:08:02.864593	1849,9	1849,8	0	1849,8								ord23059430512	modificacion	1845,8	67	67	0	67
13:08:03.110968	1849,9	1849,8	0	1849,8	ord23059428527	modificacion	1854,6	500	500	0	500							
13:08:03.115431	1849,9	1849,8	0	1849,8								ord23059424773	modificacion	1845,1	500	500	0	500
13:08:03.208527	1849,9	1849,8	0	1849,8								ord23059430543	modificacion	1849,8	542	542	0	542
13:08:06.995825	1849,9	1849,8	0	1830								ord23059430770	eliminacion	1849,8	1	1	0	1
13:08:10.467924	1849,8	1849,8	1849,8	1830	ord23059430809	ingreso	1849,8	542	542	0	542							
13:08:10.488183	1849,8	1845,8	1849,8	1830								ord23059430543	transaccion	1849,8	542	542	542	0
13:08:10.508360	1849,9	1845,8	0	1830	ord23059430809	transaccion	1849,8	542	542	542	0							
13:08:11.886946	1849,9	1845,8	0	1830								ord23059430256	modificacion	1845,1	515	515	0	515
13:08:11.927145	1849,9	1845,8	0	1830	ord23059430320	modificacion	1849,9	350	350	0	350							

“... Yo creo que esto lo dice la misma lógica, uno tiene que investigar el mercado y tantearlo. Esto de las órdenes de una acción yo lo hago todos los días esto para ver la cancha (Bid y Offer: en este caso 830 y 850) ver si hay robots y maximizar la utilidad con los robots. Hoy en día es más difícil hacer esto ya que los robots están más hábiles...” (Extracto respuesta a pregunta N°12.b)

17. Correo electrónico de fecha 23 de julio de 2025, mediante el cual la Unidad de Investigación requirió al Sr. Parraguez *“autorización para solicitar y recopilar la información referida a las direcciones IP de los dispositivos que, en representación de la sociedad Asesorías e Inversiones A&C SpA RUT 76.775.071-4, utilizan las cuentas de usuario ASEINVAYC01@1974001-100, ASEINVAYC02@1974002-100 y ASEINVAYC03@1974003-100 para operar en la Bolsa de Comercio de Santiago”*.

18. Presentación de fecha 23 de julio de 2025 del Sr. Parraguez, a través del cual envió la autorización requerida en el numeral anterior.

19. Oficio Reservado UI N°1.041 de fecha 28 de agosto de 2025, a través del cual se solicitó a la BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, BOLSA DE VALORES, entre otros antecedentes, los contratos de acceso directo al mercado con las Corredoras de Bolsa Tanner y BTG Pactual.

20. Presentación de fecha 5 de septiembre de 2025, a través de la cual la BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, BOLSA DE VALORES, dio respuesta a lo solicitado en el Oficio Reservado UI N°1.041/2025.

21. Oficio Reservado UI N°1.179 de fecha 2 de octubre de 2025, a través del cual se solicitó a ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA, diversos antecedentes asociados a los *traders* señores: Cristian Cayupi Silva, Sebastián García Real y Thomas Pablo Filipek Carvallo.

22. Presentación de fecha 9 de octubre de 2025, a través de la cual ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA dio respuesta a lo requerido en el Oficio Reservado UI N°1.179/2025, en la cual indicó entre otros aspectos lo siguiente:

“1. Don Cristián Cayupi Silva ha realizado operaciones para Asesorías e Inversiones A&C SpA desde el mes de marzo de 2018 hasta la presente fecha.

2. Don Sebastián García Real ha realizado operaciones para Asesorías e Inversiones A&C SpA desde el mes de diciembre de 2017 hasta la presente fecha.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

3. Don Thomas Pablo Filipek Carvalho realizó operaciones para Asesoría e Inversiones A&C SpA desde el mes de julio de 2019 hasta el mes de julio de 2023.

4. Adjunto los contratos de servicios celebrados entre los señalados y Asesorías e Inversiones A&C SpA.

El señor Sebastián García presta sus servicios a través de la sociedad Inversiones Villaescusa SpA.”.

II. DESARROLLO DEL PROCEDIMIENTO.

II.1. CARGO FORMULADO.

Que, en virtud de los hechos anteriormente descritos y, mediante **Oficio Reservado UI N°280 de 2026**, el Fiscal formuló cargos a **Asesorías e Inversiones A&C SPA**, en los siguientes términos:

“Infracción grave y reiterada a las prohibiciones establecidas en los artículos 52 inciso primero y 53 de la Ley de Mercado de Valores toda vez que Asesorías e Inversiones A&C SpA en el período comprendido entre el día 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024, realizó múltiples y reiteradas cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios en 72.252 casos de operaciones en acciones llevadas a cabo en la Bolsa de Comercio de Santiago, lo que le reportó un beneficio de MM\$1.842. El detalle de 72.252 casos se encuentra en el Anexo N°1 del presente Oficio Reservado”.

II.2. ANÁLISIS CONTENIDO EN EL OFICIO DE CARGOS.

Que, el análisis del Fiscal contenido en el Oficio de Cargos fue el siguiente:

“1- Asesorías e Inversiones A&C SpA en el período comprendido entre el día 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024, realizó una serie de transacciones en acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago.

2.- En 72.252 casos de operaciones realizadas en el período señalado, Asesorías e Inversiones A&C SpA utilizó cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios induciendo a terceros a realizar transacciones a mejores precios de compra o venta para A&C de los ofrecidos por el mercado en ese momento.

3.- Las órdenes cuestionadas realizadas por A&C constituyen cotizaciones ficticias y a su vez una conducta de manipulación de precios, toda vez que:

a) Su único objetivo es inducir a terceros a que modifiquen o ingresen órdenes que igualen o mejoren su precio, pues generaban indicios falsos y/o engañosos de interés por transar a ese precio.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

b) Transcurridos pocos segundos de obtenida la respuesta por parte de terceros, A&C procedía a eliminar su orden cuestionada o ficticia. Es así que, para los 72.252 casos, en un promedio de 2,37 segundos, luego de obtenerse la primera respuesta de terceros, las órdenes cuestionadas eran eliminadas por A&C.

c) Luego de eliminada la orden cuestionada, A&C procedía a ingresar una orden objetivo en el lado contrario del libro al mismo precio que el de la orden cuestionada, lo que permite concluir que la orden cuestionada ingresada por A&C, no tenía por objeto efectuar esa transacción, sino generar la respuesta de un tercero para hacer variar artificialmente el precio.

4.- Lo expuesto previamente, se ve ratificado por las declaraciones de operadores de A&C quienes señalaron al respecto que:

Declaración del Sr. García “...Yo en este caso quería vender, y puse la orden, y luego se puso el algoritmo, y por eso la cancelé. Básicamente, yo estoy buscando mercado, yo trato de hacer negocio, las máquinas no tienen espíritu de comprar o vender, por eso ahí una máquina se pone a vender y por eso yo pongo la orden al otro lado, esto es parte del mercado, y así funciona, si no debería eliminarse las máquinas.

Aquí el fin de la operación es buscar el spread en una competencia donde se obtenga la mayor ganancia, buscar vender o comprar a niveles bajos. En este caso, el objetivo sería bajar el spread, viendo el riesgo que se puede correr, mirando estudios, gráficos, etc...”

...Eventualmente se podría disminuir el spread con una operación de una acción, pero esto es explorativo, dependiendo de la respuesta del robot. Antes se podía hacer en el 2018, pasaba y pasaba mucho, hoy en día las máquinas se han mejorado, y ya no responden a eso, es toda una adaptación, y las máquinas son eficientes, y el volumen va a depender de muchos factores...”

Declaración del Sr. Filipek: “... Porque se está jugando con un robot, es para saber el precio, y se ingresa inmediatamente al otro lado del libro, esto podría ser, dentro del offer y el bid. Y es necesario eliminar porque no se puede comprar y vender uno mismo. El sistema no lo deja, hay que eliminar, para poder calzar. En estos casos puede ser que uno ingrese la orden para que el robot me siga...”

“... Yo creo que esto lo dice la misma lógica, uno tiene que investigar el mercado y tantearlo. Esto de las ordenes de una acción yo lo hago todos los días esto para ver la cancha (Bid y Offer: en este caso 830 y 850) ver si hay robots y maximizar la utilidad con los robots.

Hoy en día es más difícil hacer esto ya que los robots están más hábiles...”

5.- Es así como mediante una práctica sistemática y recurrente, consistente en la utilización de cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios, **Asesorías e Inversiones A&C SpA** inducía a terceros a igualar los precios de las referidas cotizaciones, conducta prohibida por los artículos 52 inciso primero y 53 de la Ley N° 18.045.

6.- Adicionalmente, como se ha descrito y en el contexto del trading intraday realizado por A&C, el objetivo de esta operatoria era poder acceder a condiciones más ventajosas de precios que aquellas presentes antes del ingreso de las órdenes cuestionadas y de las respuestas de terceros. De tal forma, que el movimiento de precios producido a consecuencia de las órdenes cuestionadas puede entenderse como artificial, ya que se basaba en una señal falsa imposible



de reconocer que era tenida en cuenta para las decisiones de inversión por parte del mercado, configurándose con ello las conductas de abuso descritas en el inciso primero del artículo 52 y 53 de la Ley N° 18.045

7.- El mecanismo ilícito de manipulación de precios de acciones señalado, le reportó beneficios a A&C por MM\$1.842. Dicho beneficio, se estima en base a la reducción en el spread obtenido en la parte del libro que, mediante el uso de cotizaciones ficticias se indujo a terceros inversionistas que respondieron modificando sus precios de oferta, lo que permitió a A&C transar con sus órdenes objetivo y liquidar sus posiciones a precios más favorables que los que habrían estado disponibles sin el uso del mecanismo ya explicado, multiplicado por el número de acciones operadas por A&C.

8.- Desde otra perspectiva, el mecanismo descrito aplicado en los 72.252 casos objeto del presente Oficio de Cargos, le permitió disminuir el spread entre la mejor punta de venta y la mejor punta de compra de cada caso, en un rango promedio de un 92,9%.

*9.- Las conductas señaladas precedentemente importan una infracción a lo establecido en los artículos 52 inciso primero y 53 de la Ley de Mercado de Valores, por cuanto mediante la utilización de cotizaciones ficticias, **Asesorías e Inversiones A&C SpA** hizo variar artificialmente los precios de las acciones en 72.252 casos que se identifican en el Anexo N°1 del presente Oficio Reservado. Cabe señalar que el referido Anexo, presenta una versión resumida de cada caso, en tanto la versión detallada se encuentra contenida en el Anexo N°2, el cual forma parte de los antecedentes que conforman el expediente del presente procedimiento administrativo sancionatorio”.*

II.3. MEDIOS DE PRUEBA.

1. Que, mediante **Oficio Reservado UI N°430 de 2026**, el Fiscal de la Unidad de Investigación decretó la apertura de un término probatorio.
2. **Mediante presentación de fecha 13 de abril de 2026**, la Investigada acompañó los siguientes documentos:
 - a. Documento denominado Propuestas de cambios legales para reducir abusos en el mercado de valores, de diciembre de 2019, de la CMF.
 - b. Balance de Asesorías e Inversiones A&C SpA al 31 de diciembre de 2024.
 - c. Formulario N°22 de Asesorías e Inversiones A&C SpA correspondiente al año tributario 2025.

II.4. INFORME DEL FISCAL.

Que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 51 inciso 2° del DL 3.538 y, habiéndose realizado todos los actos de instrucción y vencidos los términos probatorios, mediante **Oficio Reservado UI N°692 de 2026** el Fiscal de la Unidad de Investigación remitió al Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero el Informe Final de la investigación y el



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

expediente administrativo de este Procedimiento, informando el estado de éste y su opinión fundada acerca de la configuración de las infracciones imputadas.

II.5. OTROS ANTECEDENTES DEL PROCESO.

Que, mediante **Oficio Reservado N°109.629 de 2026**, se citó a audiencia a la defensa de la Investigada, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 52 del DL 3.538, la que se celebró el día **15 de julio de 2026**.

III. NORMAS APLICABLES.

1. El artículo 52 inciso 1° de la Ley N°18.045, según su texto vigente desde el 13 de abril de 2021:

“Es contrario a la presente ley la manipulación de precios, entendiendo por tal aquella acción que se efectúa con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de valores de oferta pública.”.

2. El artículo 53 inciso 1° de la Ley N°18.045, Ley de Mercado de Valores:

“Es contrario a la presente ley efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor, ya sea que las transacciones se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas”.

IV. DESCARGOS Y ANÁLISIS.

IV.1. DESCARGOS.

Que, los descargos evacuados por la defensa con fecha 13 de abril de 2026, fueron los siguientes:

“I. ANTECEDENTES

Mediante el Res. 280/2026, la UI formuló cargos en contra de A&C, en el marco de un procedimiento instruido con arreglo a lo dispuesto en los artículos 40 y siguientes del DL 3.538, siendo notificada esta parte el viernes 13 de marzo de 2026.

El Res. 280/2026 alude tanto a un Oficio Ordinario de 22 de noviembre de 2024, mediante el cual la Dirección General de Supervisión de Conducta de Mercado de la CMF habría informado a la UI una práctica que, en concepto de dicha Dirección, utilizaba órdenes bursátiles para manipular el mercado, como a un segundo oficio (complementario) de 23 de abril de 2025, en que se agregaron nuevos casos de la misma naturaleza. Lo anterior habría motivado la dictación de la Resolución UI N°30/2025, de 13 de mayo de 2025, por la cual se dispuso el inicio formal de una investigación contra nuestra representada.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

En cuanto al marco general en que se insertan los hechos, el Oficio de Cargos indica que A&C participaba activamente en el mercado de valores y que, en el período revisado, invirtió en 61 títulos accionarios por un monto total que la UI cifra en MM\$2.295.400. Añade, asimismo, que las operaciones eran ingresadas directamente a los sistemas de transacción de la Bolsa de Comercio de Santiago mediante el Código de Ruteo 974, por intermedio de BTG Pactual Corredores de Bolsa S.A. y Tanner Corredores de Bolsa S.A., en virtud de contratos de acceso directo al mercado.

Dicho en términos simples, la operatoria investigada se habría desarrollado dentro de la infraestructura ordinaria del mercado bursátil, por canales formales y regulares de acceso a rueda.

La imputación específica recae sobre hechos que la UI sitúa entre el 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024. Según la tesis del Res. 280/2026, en 72.252 casos se habrían verificado episodios en los que A&C habría desplegado una operatoria consistente en: (i) el ingreso de una orden de compra o venta —que el Oficio de Cargos denomina orden cuestionada— al mejor precio vigente, igualando o mejorando el precio de una orden previa de un tercero por el mismo lado del libro; (ii) la reacción de un tercero que replicaba o mejoraba ese precio; (iii) la eliminación subsecuente de la orden cuestionada; y (iv) la ejecución o modificación de una orden por el lado opuesto del libro —a la que la CMF llama orden objetivo—, obteniendo de esa manera un precio más conveniente que el disponible con anterioridad al ingreso de la orden cuestionada.

Según la UI, el elemento distintivo de esta mecánica no estaría dado por la sola existencia de una orden inicial, sino por el hecho de que ésta no habría sido ingresada con la finalidad genuina de ser ejecutada, en cambio sólo buscaba, generar una reacción de un tercero y hacer posible una operación posterior y distinta en mejores condiciones.

El Oficio de Cargos sostiene que las órdenes cuestionadas generaban “indicios falsos y/o engañosos de interés por transar a ese precio”. Añade que, una vez obtenida la respuesta del tercero, tales órdenes eran eliminadas para evitar su calce, señalando que ello ocurría a los pocos segundos después de la primera respuesta de mercado. La imputación se construye, así, sobre la idea de que la orden inicial no era relevante por su eventual ejecución, sino por su capacidad para alterar transitoriamente la mejor punta visible y motivar una reacción específica, la cual luego sería aprovechada por A&C a través de su orden objetivo, que era ingresada por el otro lado del libro.

Desde la perspectiva económica, la UI atribuye a esta operatoria permitirle a A&C transar 2.618.051.414 acciones por \$374.319 millones, y obtener un beneficio estimado en \$1.842 millones. Asimismo, afirma que, considerados los 72.252 casos individualizados, el efecto promedio de la operatoria habría sido una disminución de 92,9% del spread o diferencial entre la mejor punta compradora y la mejor punta vendedora.

La lógica que subyace al reproche se construye sobre un objetivo de mejora de ejecución en episodios concretos, es decir, sobre la idea de que determinadas respuestas inmediatas de terceros habrían permitido a A&C comprar o vender a un mejor precio que aquel que había instantes antes de la orden inicialmente ingresada.

Ese punto merece ser dejado expresamente asentado desde ya. El Oficio de Cargos no desarrolla una explicación específica acerca de cómo la operatoria atribuida habría incidido en



precios de apertura o cierre, precios promedio de mercado, precios de referencia, índices, parámetros agregados de valorización ni, en general, en los proxies que ordinariamente se utilizan para analizar el comportamiento del precio de un instrumento financiero. Tampoco se expone un análisis que permita comprender cómo los hechos objeto del reproche pudieron haber generado una reacción imitativa extensa y persistente sobre el mercado en su conjunto. La verdad es que ocurre más bien lo contrario, toda vez que la propia narrativa del Res. 280/2026 se circunscribe a determinados episodios específicos, todos de muy corta duración, que habrían generado una respuesta puntual e inmediata de terceros bien específicos, seguida por una orden posterior de A&C en el lado opuesto del libro.

Dicho de otro modo, la hipótesis que la UI presenta no se erige sobre la base de una alteración de referencias generales del precio del instrumento, sino sobre una fenomenología eminentemente microestructural, a saber, sobre la interacción inmediata entre órdenes de compra y venta en el libro, la modificación transitoria de las mejores puntas y la reacción puntual de una contraparte concreta frente a esa señal.

El centro de gravedad económico del reproche del Oficio de Cargos se radica y agota, entonces, en el comportamiento de cortísimo plazo del libro de órdenes y en la obtención de una ventaja de ejecución en episodios específicos, no en la exposición de una alteración ampliamente difundida del proceso de formación del precio del valor.

Sobre la base de esas consideraciones es que el Oficio de Cargos concluye que A&C incurrió en una práctica sistemática y recurrente de utilización de “cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios”, afirmando expresamente que dichas órdenes “constituyen cotizaciones ficticias y a su vez una conducta de manipulación de precios”.

*En razón de aquello, la UI formula cargos por sendas infracciones al inciso 1º del artículo 52 y al inciso 1º del artículo 53 de la Ley N°18.045, Ley de Mercado de Valores (la “**Ley 18.045**” o la “**LMV**”), estimando que la misma secuencia operativa sería constitutiva, simultáneamente, de los ilícitos de manipulación de precios y cotizaciones ficticias.*

En síntesis, los cargos descansan sobre una imputación fundada en la supuesta ejecución reiterada de una misma operatoria bursátil, presentada por la UI como un mecanismo homogéneo y sistemático de abuso de mercado.

A partir de esa base, en lo que sigue examinaremos no sólo si la subsunción jurídica propuesta por la autoridad satisface las exigencias propias del derecho administrativo sancionador, sino también —y antes que eso— cuál es, en rigor, la fenomenología de mercado que el propio Oficio de Cargos describe. Esa caracterización previa resulta necesaria, porque la secuencia ahí aludida presenta coincidencias notables, al menos en un plano descriptivo, con aquello que en la discusión comparada suele denominarse spoofing y esto, a su vez, es relevante —según veremos— para evaluar si el ordenamiento chileno recoge o no esa figura con la claridad, especificidad y previsibilidad que exige la potestad sancionadora de la CMF.

II. FUNDAMENTOS

Como se explica enseguida, las imputaciones formuladas por la UI contra nuestra representada adolecen de dos tipos de problema. Por un lado, se encuentran las cuestiones relativas a infracciones procedimentales que en nuestro concepto vician el proceso sancionatorio sustanciado en la especie. Por otro lado, están los problemas de índole sustantivo.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

A ambos aspectos nos referimos en este apartado II., principiando por las deficiencias que afectan al procedimiento.

II.1. Vicios de procedimiento

El Oficio de Cargos reprocha a A&C sobre la base de 72.252 casos supuestamente integrantes de secuencias que, como explicaremos más adelante, su descripción en el Res. 280/2026 guarda sintonía con elementos que caracterizan la fenomenología del spoofing, entendiéndose además por la UI que aquellos configuran las infracciones tipificadas en los artículos 52, inciso 1º, y 53, inciso 1º, ambos de la Ley 18.045.

Para que cada uno de esos episodios configure una secuencia —manipulativa y/o ficticia— completa, no basta con identificar las órdenes ingresadas, modificadas y canceladas por A&C. Siguiendo la lógica de la supuesta infracción imputada, es necesario, además, acreditar la existencia de la orden previa de un tercero cuya presencia en el libro de órdenes habría motivado el ingreso por parte de A&C de la orden cuestionada, y la posterior reacción de otro participante del mercado que emite la orden subsecuente que permitió a A&C ejecutar su orden objetivo por el lado contrario del libro. Sólo la concatenación completa de todos esos elementos —orden previa del tercero, orden cuestionada, reacción del tercero, eliminación o modificación de la orden cuestionada, ingreso de orden objetivo y el calce entre esas dos últimas— permite reconstruir la secuencia reprochada en el Oficio de Cargos.

*Sin embargo, lo único que se ha puesto a nuestra disposición es el registro de las órdenes ingresadas, modificadas, eliminadas y calzadas por A&C. **En ninguna parte del expediente administrativo consta el detalle de las órdenes de los demás participantes del mercado que integrarían la secuencia manipulativa que se cuestiona en la especie.***

Nuevamente, si lo que se imputa es una secuencia conformada por distintas órdenes, lo lógico es que se prueben —y por supuesto que se pongan a disposición del formulado de cargos los documentos de respaldo detallados— de todas y cada una de esas órdenes. Por sí sola, la revisión de una o más órdenes de A&C no es autosuficiente para captar el reproche; es indispensable, probar además que, para cada caso, antes de la orden cuestionada había efectivamente una orden ingresada por otro inversionista (con todos sus respaldos), que luego ese evento generó una reacción de ese otro inversionista y que, finalmente, el ingreso de la orden objetivo por A&C produjo un calce.

Revisadas las carpetas digitales del expediente administrativo, en ninguna parte se encuentra la información de las órdenes de los otros inversionistas que integrarían todas las secuencias reprochadas a A&C. Aquello, con la única excepción de acotados ejemplos incorporados en archivos Excel denominados 2.1., 2.2., 2.3., 2.4., 2.5., 2.6., 2.7., 2.8., 2.9., 2.10., 2.11., 3.1., 3.2., 3.3., 3.4. y 3.5., todos complementarios al archivo maestro denominado iv.2 (1) y 3. caso 2.1 Complemento, 4. caso 2.2 complemento, 5. caso 2.3. complemento y 6. caso 2.4. complemento, todos complementarios al archivo maestro denominado 7. Detalle de casos identificados (VI) (2).

1 Carpeta Digital N°1, subcarpeta denominada 1.1.2 Anexos Inf. Manipulación A&C final-1era denuncia.

2 Carpeta Digital N°3, subcarpeta denominada 6.2 Anexos Complemento A&C.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

No podemos dejar de mencionar que la forma en que se ha organizado la información resulta confusa y dificulta su debida inteligencia. Pero vamos al fondo.

Revisemos un ejemplo para ilustrar los vicios probatorios que se han verificado en el presente caso. Aplicado un filtro a la columna B1 clasificación denuncia del archivo iv.2 y seleccionado el ítem 2.1, el ejercicio arroja en la columna A nemo el siguiente resultado:

☒	(Seleccionar todo)
☒	AGUAS-A
☒	ANDINA-B
☒	BSANTANDER
☒	CAP
☒	CENCOSHOPP
☒	CENCOSUD
☒	CHILE
☒	CMPC
☒	COLBUN
☒	CONCHATORO
☒	COPEC
☒	ECL
☒	ENELAM
☒	ENELCHILE
☒	ENTEL
☒	FALABELLA
☒	ITAUCL
☒	ITAUCORP
☒	LTM
☒	PARAUCO
☒	QUINENCO
☒	RIPLEY
☒	SQM-A
☒	SQM-B
☒	VAPORES

Pues bien, si se abre el archivo 2.1., se observan 15 filas, todas relativas a órdenes exclusivamente sobre el nemotécnico ECL:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

	A	B	C	D	E	F	G	H
	nemo	hora	p venta	p compra	spread	p venta manipulador	p compra manipulador	id orden venta
2	ECL	09:53:12.2850	624.99	601	23.99	624.99	601	ord2203941913
3	ECL	09:53:14.1685	624.99	601	23.99	625	601	ord2203942227
4	ECL	09:53:19.5752	601.01	601	0.01	601.01	601	ord2203942229
5	ECL	09:53:20.1410	601.01	601	0.01	601.01	601	
6	ECL	09:53:20.2474	601.01	601	0.01	601.01	601	ord2203941913
7	ECL	09:53:21.9686	601.01	601	0.01	625	601	ord2203942229
8	ECL	09:53:35.6840	601.01	601.01	0	625	601.01	
9	ECL	09:53:35.6852	601.01	601.01	0	625	601.01	ord2203941913
10	ECL	09:53:35.6852	601.01	601.01	0	625	601.01	
11	ECL	09:53:35.6855	601.01	601.01	0	625	601.01	ord2203941913
12	ECL	09:53:35.6856	601.01	601.01	0	625	601.01	
13	ECL	09:53:35.6861	625	601.01	23.99	625	601.01	ord2203941913
14	ECL	09:53:35.6862	625	601.01	23.99	625	601.01	
15	ECL	09:53:50.3690	625	601.01	23.99	625	601.01	ord2203941813
16	ECL	09:53:53.9060	625	601.01	23.99	625	601.01	

El problema es que, en el agregado, el Oficio de Cargos reprocha a A&C —como parte de la submodalidad del 2.1.— no sólo una secuencia específica relativa al nemotécnico ECL llevada a cabo a las 9:53 horas de ese día, sino que otras varias secuencias respecto a ese mismo título e incluso, lo que es más notorio, secuencias sobre otros nemotécnicos.

En otras palabras, se pretende que probanzas vinculadas a una secuencia específica del título ECL permitan, por sí solas, tener por acreditada no solo dicha secuencia, sino también otras tantas verificadas sobre el mismo nemotécnico e incluso también sobre otros muchos instrumentos que no aparecen en el archivo 2.1., como CAP, CENCOSUD, CMPC, COPEC, y un largo etcétera. Dicho sea de paso, lo anterior se suma a otro problema, y es que ni siquiera las secuencias abordadas en estos “ejemplos” alcanzan para constituir elementos probatorios suficientes, desde que se trata solo de cuadros Excel preparados por funcionarios de la CMF y no de documentos o fuentes que permitan acreditar fehacientemente la existencia de las operaciones.

La omisión referida tiene consecuencias jurídicas en dos planos, configurando sendos vicios procedimentales que, a su vez, contaminan cualquier eventual sanción que pudiese pretender imponerse a A&C.

(a) La carga de la prueba recae íntegramente en la CMF



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

En el derecho administrativo sancionador la carga de acreditar la infracción corresponde a la autoridad, no al administrado. Así lo ha resuelto la Corte Suprema, señalando que "[...] para los efectos de aplicar una sanción administrativa, recae sobre la Autoridad Sanitaria la carga de la prueba, pues su deber es formar convicción sobre una verdad material y la infracción a la normativa", y que "[...] el despliegue que realice en la investigación debe ser igualmente intenso tanto como para acreditar la infracción como para probar aquellas circunstancias que permiten absolver al investigado [...]", pues "[...] no se trata de una pugna entre partes, sino del resguardo del bien común" (3).

3 Considerando 10° de la sentencia de 10 de diciembre de 2020, de la Excm. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 95.068-2020 (recurso de queja, actuando de oficio).

En la misma línea, la Corte de Apelaciones de Chillán ha establecido que, "[y] siendo carga del sancionador acompañar todos los antecedentes que permitan demostrar la infracción, y además estar todos los medios probatorios a disposición de éste, por tratarse de instituciones públicas que intervienen en estos procesos no es admisible la falta probatoria anotada" (4). En ese caso, la Corte confirmó la anulación de la sanción precisamente porque el sancionador pretendió suplir mediante presunciones una prueba que tenía la carga de producir y que, sin embargo, no aportó.

4 Considerando 9° de la sentencia de 2 de noviembre de 2020, de la Corte de Apelaciones de Chillán, causa Rol 202-2020 (apelación de sentencia definitiva).

La CMF dispone —o puede disponer— de la información completa del libro de órdenes, incluyendo las órdenes de todos los participantes del mercado. Es la autoridad la que tiene acceso a todos esos registros, no nuestra representada.

Sin embargo, como vimos, el expediente administrativo sólo contiene las órdenes de A&C, no las del resto del mercado sustanciales para integrar las secuencias, salvo el caso de los ejemplos acotados que se singularizaron más arriba (cuya suficiencia probatoria —en todo caso— no está exenta de problemas, según se anunció).

La UI ha optado por construir su imputación seleccionando un fragmento de la información disponible y lo ha presentado como si fuera autosuficiente para probar todos los eventos reprochados, cuando en realidad ese fragmento —por sí solo— no permite verificar la existencia de las secuencias completas materia de la imputación del Oficio de Cargos.

Naturalmente, era la UI la que debía incorporar al expediente los antecedentes que acreditan cada uno de los elementos de la secuencia manipulativa que ella misma describe para todos los casos, y su omisión en hacerlo no puede ser suplida por asunciones ni mucho menos ser trasladada como carga al formulado de cargos.

(b) Afectación del derecho de defensa por falta de acceso a la evidencia completa

El artículo 46 del DL 3.538 exige que el Oficio de Cargos contenga "la descripción de los hechos en los que se fundamentan y de cómo éstos constan en la investigación". Esa exigencia no se satisface con la mera enunciación de una tesis —que A&C habría ejecutado 72.252 casos reprochados—, sino que requiere que los hechos que sustentan esa tesis estén efectivamente en el expediente y sean accesibles para el afectado, de modo que este pueda verificar si es que



existen o no pruebas en su contra y, en su caso, controvertir los hechos y los antecedentes probatorios.

La Corte Suprema ha sido categórica en que "[...] la formulación de cargos debe contener de manera expresa y completa los hechos constitutivos de la infracción [...]" y que ello constituye "[...] una ritualidad procedimental esencial que garantizar [sic] la exigencia constitucional del debido proceso" y "el Derecho a la Defensa" (5). Ha añadido que "[...] la exigencia de concreción y especificidad de los cargos es una garantía para la defensa de quien es sometido a un procedimiento administrativo sancionador, de modo de habilitarlo asumir adecuadamente su defensa [...]" y, a la vez, "[...] un elemento rector del proceso para mantener la congruencia del mismo" (6).

5 Considerandos 7° y 9° de la sentencia de 10 de diciembre de 2020, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 95.068-2020.

6 Considerando 7° de la misma sentencia.

Pues bien, en el presente caso, el Res. 280/2026 atribuye 72.252 casos a A&C que la UI estima constitutivos de infracciones a los artículos 52 y 53 de la LMV, pero no ha proporcionado los datos que permitirían verificar —o refutar— la existencia de cada una de las secuencias que integrarían el fenómeno reprochado. Las órdenes de los demás participantes del mercado, que son un elemento constitutivo esencial de la operativa descrita en el Oficio de Cargos, simplemente no están en el expediente. La defensa de A&C, en consecuencia, se ve forzada a responder a una imputación cuyos presupuestos fácticos no puede verificar ni controvertir con la evidencia disponible.

Esa situación genera una afectación insalvable al derecho de defensa. No es posible ejercer válidamente el derecho a formular descargos —en los términos del artículo 48 del DL 3.538, que exige señalar "todas las circunstancias o antecedentes de hecho y de derecho que eximan o atenúen la presunta responsabilidad" o que "nieguen la efectiva ocurrencia de los hechos"— si la base fáctica de la imputación no ha sido íntegramente puesta a disposición de la persona objeto de cargos. Difícilmente puede A&C negar la efectiva ocurrencia de las secuencias que se imputan si no tiene acceso a la información que permitiría demostrar —por ejemplo— que la descripción de las mismas no se ajusta a la realidad del libro de órdenes.

En definitiva, la UI ha construido su imputación sobre la base de un fragmento de la evidencia disponible, ha omitido incorporar al expediente los antecedentes que acreditarían —o desmentirían— la existencia completa de las secuencias imputadas, y ha puesto a la persona objeto de cargos en la posición de tener que defenderse de una acusación cuya verificación le resulta materialmente imposible. Estima esta parte que las actuaciones descritas vulneran la carga de la prueba que pesa sobre la autoridad, no se encuentran en línea con el deber de fundamentación del Oficio de Cargos conforme al artículo 46 del DL 3.538, ni con la garantía constitucional del debido proceso en su vertiente del derecho de defensa y, además, tensionarían el principio de objetividad que rige a la CMF, conforme a lo dispuesto en el artículo 11 de la Ley 19.880.

A raíz de lo expuesto, solicitamos al Sr. Fiscal que informe a los miembros de Consejo de manera desfavorable las imputaciones vertidas en el Res. 280/2026, atendido que los vicios de procedimiento observados en la especie tiñen y contaminan cualquier eventual sanción que pudiese imponerse a A&C, lo cual en todo caso se entiende sin perjuicio de los problemas



sustantivos de los que adolece la imputación del Oficio de Cargos, materia a la cual nos referimos en el apartado II.2.

II.2. Enunciación de las eximentes sustantivas de responsabilidad que aplican al caso

Como consideración preliminar, los argumentos que se esgrimen enseguida se formulan asumiendo la existencia de los hechos tal y como están expuestos en el Oficio de Cargos, aun cuando no los compartamos, sea en su existencia, sea en su calificación jurídica, todo lo cual se entiende sin perjuicio de los matices más o menos puntuales que puedan expresarse en cada caso, especialmente en lo relativo a la trascendencia económica de las operaciones como para alcanzar —o más bien no alcanzar— un estándar o incidencia suficiente como para predicar de las mismas una aptitud manipulativa.

En consecuencia, el hecho que estos descargos se formulen bajo la aproximación que se ha anunciado no implica en caso alguno un reconocimiento de los hechos por parte de A&C. Clarificada esa prevención, esta parte solicita, como petición principal, que el Sr. Fiscal remita a los Comisionados una opinión desfavorable respecto a las imputaciones del Oficio de Cargos.

Tal pretensión se sustenta —además de los problemas procesales expuestos en el apartado II.1.— en las eximentes que se singularizan en seguida y cuya aplicación se aborda en general dentro de este acápite. El desarrollo pormenorizado de los elementos que permiten configurar esas eximentes se encuentra contenido en el apartado II.3.

(a) Alegación principal. Atipicidad por dos razones: reconocimiento institucional de laguna normativa y falta de concurrencia de los elementos de las figuras de los artículos 52 y 53 de la LMV

Como se aborda en la letra (b) del punto II.3., el año 2019 la CMF manifestó su opinión relativa a una fenomenología (spoofing, como se verá) altamente coincidente con aquella que reprocha en el Oficio de Cargos, manifestando que era necesario una reforma legislativa que incorporara una figura de abuso de mercado que permitieran capturarla.

Asimismo, en el mismo acápite se explica que las reformas legislativas que ha experimentado la Ley 18.045 en el ínterin no redundaron en modificaciones con densidad normativa suficiente como para justificar un cambio o contradicción tan radical como aquel que fluye de la comparación entre lo señalado por la CMF en 2019 y el Res. 280/2026.

Ese diagnóstico de la CMF no representa una mera opinión aislada; por el contrario, constituye una opinión técnica del regulador sectorial especializado que identifica una laguna de tipificación.

Y esto es relevante, porque cuando la propia autoridad encargada de investigar, fiscalizar y sancionar declara públicamente que las figuras legales vigentes (arts. 52 y 53 de la LMV) no son idóneas para capturar una conducta y propone modificaciones legislativas que el legislador no adoptó, ese diagnóstico opera como un reconocimiento institucional de que el "núcleo esencial" de esa misma conducta no está descrito en la ley.

Formular cargos en empleo de esas mismas normas que el regulador declaró insuficientes importa, de hecho, que sea la propia CMF —y no el legislador— quien extiende el tipo, lo que vulnera el principio de tipicidad (7).



7 El principio de tipicidad ha sido reiteradamente reconocido en sede administrativa sancionadora. Así, por ejemplo, véase: (i) Considerandos 8° y 25° de la sentencia de 8 de agosto de 2006, del Tribunal Constitucional, causa Rol 479-2006-INA, donde se señala que "[...] tanto el principio de tipicidad como de legalidad (...) rigen, por mandato constitucional, la actividad sancionadora de la administración" y que "[...] el principio de tipicidad exige que la conducta a la que se ha atribuido una sanción se encuentre sustantivamente descrita en la norma (de rango legal), de manera que los sujetos imperados por ella tengan una suficiente noticia (previa) acerca de la conducta que les resultará exigible"; (ii) Considerando 19° de la sentencia de 25 de abril de 2012, de la Excm. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 2968-2010, donde se establece que "[...] la predeterminación de los comportamientos que configuran infracciones administrativas se satisface con la exigencia que en la ley se describa el núcleo esencial de las conductas censurables [...]"; y (iii) Considerando 25° de la sentencia de 29 de septiembre de 2016, del Tribunal Constitucional, causa Rol 2922-15-INA —dictada precisamente en el contexto de sanciones impuestas por la entonces SVS por infracciones a los artículos 52 y 53 de la LMV—, donde se reafirma que "[...] la predeterminación normativa afecta tanto a la tipificación de las infracciones como a la correlación necesaria que debe existir entre los ilícitos y las sanciones consiguientes, de manera de predecir, con la suficiente certeza, el tipo y grado de la sanción determinada aplicable eventualmente", en este mismo sentido así ha razonado el mismo órgano en considerando 9° de la sentencia de 3 de septiembre de 2016, en causa Rol 2648-2014.

(b) Primera alegación subsidiaria. Sin perjuicio de la atipicidad, se solicita eximir de responsabilidad por irretroactividad de cambio de criterio institucional y certeza jurídica

Con independencia de la alegación de atipicidad recién enunciada, invocamos subsidiariamente de aquella, una segunda eximente, que es autónoma y que aplica en un plano jurídico diferente de la defensa de atipicidad.

Como se ha señalado, la CMF manifestó públicamente en 2019 que la legislación vigente no era idónea para capturar el spoofing. Ese diagnóstico permaneció como el único pronunciamiento institucional sobre la materia durante todo el periodo en que se desarrollaron las operaciones que ahora se reprochan. El Oficio de Cargos constituye, así, la primera exteriorización de un criterio institucional radicalmente nuevo, y según el cual esas mismas normas que la CMF consideraba insuficientes ahora sí serían aptas para sancionar la misma conducta.

Pues bien, ese cambio de criterio no puede desplegar efectos sancionatorios hacia el pasado. El artículo 52 de la Ley 19.880 consagra el principio de irretroactividad de los actos administrativos, disponiendo:

"Retroactividad. Los actos administrativos no tendrán efecto retroactivo, salvo cuando produzcan consecuencias favorables para los interesados y no lesionen derechos de terceros".

Ahora bien, eventualmente la UI podría intentar objetar esta alegación de irretroactividad, bajo el supuesto de que el Oficio de Cargos no constituiría, en sentido formal, un acto administrativo subsecuente que modifique otro acto administrativo precedente, sino un acto de inicio de un procedimiento sancionatorio.

Esa hipotética objeción, sin embargo, se desentendería del problema de fondo, pues, evidentemente, lo relevante no es la naturaleza procesal del Res. 280/2026 considerado



aisladamente, sino el hecho de que la formulación de cargos descansa necesariamente en una determinada comprensión sobre el sentido y alcance de los artículos 52 y 53 de la LMV y que esa comprensión es radicalmente opuesta a la que la propia CMF había sostenido públicamente en 2019.

Es precisamente esa nueva comprensión institucional la que se erige como el acto interpretativo que altera el estado de cosas anterior, y es esa alteración la que no puede proyectarse hacia atrás para reprochar conductas que se desarrollaron en un contexto de expectativas de certeza que regía bajo el diagnóstico contrario.

La jurisprudencia ha sido consistente en impedir que el poder punitivo del Estado sancione conductas ejecutadas bajo un criterio interpretativo que ella misma sostuvo y que luego modificó.

Así, por ejemplo, la Corte de Apelaciones de Santiago (8) dejó sin efecto una sanción impuesta por la Inspección del Trabajo a la Empresa de los Ferrocarriles del Estado por un periodo en que ésta se había ajustado a la interpretación administrativa sostenida por la propia Dirección del Trabajo. Dicho tribunal de alzada razonó que los órganos fiscalizadores "[...] han de respetar no solo las normas de orden laboral sino también los criterios orientadores de interpretación jurídica emitidos por el mismo servicio, los que resultan obligatorios para la autoridad pública que fiscaliza, mientras esta doctrina se mantenga", y concluyó que la sanción respecto del periodo anterior al cambio de criterio "[...] adolece de ilegalidad pues aplica una decisión administrativa para regular una situación anterior a su dictación". Señaló, además, que "[u]na interpretación contraria vulneraría el principio de certeza jurídica en las actuaciones de la administración en cuanto el recurrente se atuvo de buena fe a los criterios interpretativos [...]".

8 Considerandos 7° y 8° de la sentencia de 6 de julio de 2015, de la Corte de Apelaciones de Santiago, causa Rol 33119-2015 (recurso de protección).

Siguiendo igual línea, la misma alta magistratura consolidadas bajo la doctrina anterior. En esa oportunidad, la Corte aplicó el principio de confianza legítima, señalando que "[...] no parece justo que la administración pueda cambiar su práctica con efectos retroactivos o de forma sorpresiva", y que el nuevo criterio "[...] no puede afectar las situaciones que se produjeron durante [...]" la vigencia de la interpretación anterior, agregando que "[...] prima el principio de la irretroactividad que conduce a una seguridad jurídica" (9) acogió un recurso de protección frente a un cambio de criterio de la Contraloría General de la República de Chile (la "CGR") que afectaba retroactivamente situaciones

9 Considerandos 4° y 8° de la sentencia de 26 de enero de 2015, de la Corte de Apelaciones de Santiago, Octava Sala, causa Rol 6.5110-2014 (recurso de protección).

La misma comprensión ha sido sostenida por la CGR, que ha establecido reiteradamente que los cambios en su jurisprudencia administrativa operan exclusivamente hacia el futuro, "[...] sin afectar las situaciones particulares constituidas durante la vigencia de la doctrina que ha sido sustituida por el nuevo pronunciamiento [...]" (10). Y la Corte Suprema ha confirmado ese estándar, señalando que la aplicación retroactiva de un nuevo criterio a situaciones ya afinadas "[...] atenta contra la seguridad jurídica de los actos administrativos que en su momento fueron revisados" (11).



10 Véanse, entre otros, Dictamen N°20.101, de 5 de junio de 2000; Dictamen N°36.274, de 7 de mayo de 2015; y Dictamen N°14.619, de 25 de abril de 2017, todos de la CGR.

11 Considerando 2° de la sentencia de 13 de julio de 2009, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 3.895-2009 (recurso de protección).

Lo que ocurre en este caso es completamente análogo a lo que se viene diciendo. Como se explica con detalle en la letra (b) del apartado II.2., la CMF sostuvo en 2019 un diagnóstico público e inequívoco, conforme al cual las figuras legales vigentes no eran idóneas para capturar el spoofing. Según abordamos más adelante, ese diagnóstico no fue alterado —en los términos que serían necesarios para justificar un cambio de postura— por las modificaciones que tuvo la LMV con posterioridad a 2019. A&C ejecutó su operatoria durante un periodo en que el único pronunciamiento institucional disponible sobre la materia era precisamente ese diagnóstico de falta de reproche legal de la conducta.

En ese contexto, la formulación de cargos por los artículos 52 y 53 de la LMV constituye, en sustancia, la primera exteriorización de un criterio institucional radicalmente nuevo, a saber, que esas mismas normas que la CMF consideraba insuficientes ahora sí serían aptas para sancionar el spoofing. Por temas elementales de irretroactividad y certeza jurídica, ese nuevo criterio sólo puede operar efectos hacia el futuro, y no puede servir de base para reprochar conductas que se ejecutaron bajo el estado de cosas interpretativo anterior.

Sr. Fiscal, lo que está en juego aquí excede con mucho la discusión sobre si un documento de posición es o no un acto administrativo en sentido formal. Lo que está en juego es si la CMF puede, sin consecuencia alguna, alterar radicalmente su comprensión pública sobre el alcance de su potestad sancionadora y proyectar esa nueva comprensión hacia atrás, pretendiendo sancionar a quienes ajustaron sus expectativas a lo que la propia autoridad hizo trascender públicamente a la comunidad (el documento, de hecho, está disponible en la página web de la CMF).

Si se admite esa posibilidad, se erosiona la base misma de la predictibilidad regulatoria y se priva de todo sentido a la exigencia de coherencia institucional que es consustancial al Estado de Derecho.

(c) Segunda alegación subsidiaria: error de prohibición invencible

Sin perjuicio de las eximentes anteriores, con carácter subsidiario respecto de ellas, concurre adicionalmente en favor de A&C un error de prohibición invencible que excluye la culpabilidad.

El principio de culpabilidad rige plenamente en el derecho administrativo sancionador. Como ha señalado la CGR, "[...] tanto la potestad sancionadora penal como administrativa, constituyen una manifestación del ius puniendi general del Estado, motivo por el cual se ha entendido que los principios del derecho penal, entre ellos, el de culpabilidad, son aplicables, con matices, al derecho administrativo sancionador" (12).

12 Dictamen N° 13.790, de 28 de febrero de 2013, de la CGR. En el mismo sentido, Tribunal Constitucional, Rol 5.018-18-INA, Considerando 3° ("[...] en las sanciones administrativas se aplican las mismas garantías y principios constitucionales que rigen en el ámbito del Derecho penal [...] los principios inspiradores del orden penal contemplados en la



Constitución, han de aplicarse, por regla general y con matices, al derecho administrativo sancionador, puesto que ambos son manifestaciones del ius puniendi propio del Estado"), en este mismo sentido se han pronunciado las sentencias Roles 294-96, 479-2006, 480-2006, 1413-2010, 1518-2010 y 2381-2013.

En virtud de ese principio, la llamada "culpa infraccional", una vez configurada, "[...] es solo presunción de culpabilidad, que admite prueba en contrario [...]", siendo procedente el examen del reproche personal que pueda formularse al sujeto imputado (13).

13 Considerando 9° de la sentencia de 23 de diciembre de 2020, de la Corte de Apelaciones de Santiago, causa Rol 237-2020 (reclamación de ilegalidad).

El error de prohibición —que supone la imposibilidad de conocer la ilicitud de la conducta, sea porque no podía conocerse que estaba tipificada o porque se consideró que era lícita— constituye una causal de exclusión de esa culpabilidad. Su justificación "como causal de exclusión de la culpabilidad deriva entonces, de la posibilidad concreta del autor de prever el carácter típicamente antijurídico de la acción ejecutada" (14).

14 Considerando 11° de la misma sentencia.

La aplicabilidad de esta eximente en sede administrativa ha sido expresamente reconocida por la Corte de Apelaciones de Santiago, por ejemplo, en el caso Valdés con CMF, Rol 237-2020, donde se dejó sin efecto una sanción de censura impuesta por la CMF precisamente por haberse configurado un error de prohibición invencible (15).

15 Id.

Por supuesto, esta especie de error excluyente de la responsabilidad no es absoluto. Al evaluar su concurrencia, "[...] cobra relevancia determinar las características profesionales de quien incurre en la infracción normativa, la función o cargos ejercidos y la notoria ilicitud de la infracción, por cuanto analizados dichos criterios es posible concluir si el infractor tuvo la posibilidad real de haber advertido, con un grado de probabilidad cierta, la antijuridicidad de su conducta" (16).

16 Considerando 11° de la misma sentencia.

En el caso de A&C, concurren los tres criterios que la jurisprudencia ha definido como relevantes para evaluar el error de prohibición:

En primer lugar, respecto a la notoriedad de la ilicitud, la conducta objetada por el Res. 280/2026 no es una de aquellas cuya reprochabilidad resulte evidente o auto-explicativa. Volviendo al mismo caso que venimos citando (Valdés con CMF), la Corte de Apelaciones de Santiago calificó el error como invencible en un supuesto en que existían posiciones jurídicas divergentes sobre el alcance de una prohibición legal. En nuestro caso la situación es todavía más clara, porque aquí no había simplemente diferentes interpretaciones plausibles, la situación era mucho más radical, porque existía un pronunciamiento público de la propia CMF declarando que la conducta en cuestión no era sancionable bajo la normativa vigente. Si un desacuerdo interpretativo entre abogados fue suficiente para configurar un error invencible en Valdés con CMF, con mayor razón debe serlo un diagnóstico institucional de la CMF.



En segundo lugar, en cuanto a la función o a los cargos ejercidos, nuestra representada es simplemente un inversionista que actúa en el mercado de valores y, frente al pronunciamiento público del regulador que diagnosticaba la insuficiencia de las normas para capturar la conducta, los operadores de A&C carecían de elementos para arribar a una conclusión distinta. En Valdés con CMF, (17) se tuvo en consideración que el sancionado era ingeniero—no abogado—y que se atuvo a la opinión de profesionales, razonando que "[...] teniendo el señor Valdés la profesión de ingeniero, se atuvo a la opinión profesional de un estudio jurídico serio y de prestigio, antecedente suficiente para justificar su actuar, excluyendo el reproche de culpabilidad formulado por la autoridad de control"¹⁷. Naturalmente, si la opinión de un estudio jurídico privado de prestigio puede operar el efecto de excluir el reproche, con mayor razón ocurrirá lo propio con el pronunciamiento público de la CMF.

17 Considerando 14° de la misma sentencia.

En tercer lugar, tocante a la exigibilidad de una conducta diversa, en Valdés con CMF, dicho órgano reprochó al sancionado no haber buscado una asesoría "más independiente". La Corte de Apelaciones rechazó esa aproximación, señalando que "[...] no puede decirse con vigor que el no letrado señor Valdés, habría incurrido en falta al no recurrir a una asesoría teóricamente más independiente, por cuanto su deber se satisface con un actuar razonable de autonomía" (18). Volviendo a nuestro caso, la pregunta sería si A&C debió buscar una fuente de información más autorizada que el diagnóstico público de la CMF sobre el alcance de su propia potestad sancionadora. La respuesta se ofrece sola.

18 Considerando 15° de la misma sentencia.

Como elemento adicional, no es irrelevante que ninguno de los intervinientes haya advertido que los episodios reprochados—que se extendieron por más de 4 años—pudieran implicar anomalías ni mucho menos irregularidades. En efecto, las operaciones cuestionadas se hicieron de cara al mercado, de forma abierta y sin concertaciones con contrapartes, y a pesar de que los gatekeepers tenían a la vista tanto las órdenes que ingresaba A&C como el comportamiento del resto del mercado, nadie se pronunció al respecto, ni los corredores de bolsa, ni la Bolsa de Comercio de Santiago, ni mucho menos la CMF hizo representación alguna entre enero de 2021 y septiembre de 2024.

En suma, A&C actuó en un contexto de expectativas generadas por el diagnóstico público del regulador, según el cual la conducta no era sancionable bajo la normativa vigente y no tenía elementos para prever que la CMF modificaría radicalmente ese diagnóstico, mucho menos podía prever que la UI proyectaría su nueva comprensión hacia el pasado.

El error en que nuestra representada incurrió sobre la licitud de su conducta fue, por tanto, invencible, lo que excluye toda culpabilidad y obsta a la imposición de sanción.

II.3. Desarrollo de los elementos que configuran las eximentes de responsabilidad invocadas

(a) Cuestión preliminar: los hechos del Oficio de Cargos guardan sintonía con elementos basales de lo que se conoce como spoofing



La interpretación que realiza el Oficio de Cargos a la operatoria descrita en el mismo presenta —fenomenológica y descriptivamente— cierta correspondencia con aquello que suele identificarse o etiquetarse como spoofing o layering.

En efecto, los hechos expuestos en el Res. 280/2026 aluden a una secuencia que guarda sintonía con elementos fácticos que se asocian a ese fenómeno, esto es, el ingreso de una primera orden que provoca la reacción de un tercero por el mismo lado del libro de órdenes, la eliminación posterior de la orden inicial y el ingreso de una orden contraria que opera el efecto de generar un calce con ese mismo tercero.

Esa estructura basal del spoofing es la que se observa en el Oficio de Cargos, aunque, como veremos, no hay coincidencia con la dimensión manipulativa de esa tipología de abuso de mercado (a nivel comparado, el spoofing consiste, en efecto, en una forma de manipulación de mercado).

La verdad es que no parece haber espacio a dudas de que la CMF estaba pensando precisamente en esa base fenomenológica al formular cargos, pues el propio Res. 280/2026 afirma que A&C ingresaba órdenes “sin el propósito de realizar transacción alguna”, que dichas órdenes “tenían por objeto inducir a terceros a igualar o mejorar su precio”, que luego la sociedad “procedía a eliminar los órdenes cuestionados para evitar su calce”, agregando que “su objetivo era únicamente hacer variar artificialmente el precio” y que todo aquello se hacía “en favor de otras órdenes ingresadas por A&C en la parte contraria del libro”.

*A mayor abundamiento, esta dinámica es coincidente, al menos en su estructura básica, con la descripción que la propia CMF efectuó en 2019 —el documento corresponde al denominado “Propuestas de cambios legales para reducir abusos en el mercado de valores”, de diciembre de 2019 (la “**Posición CMF 2019**” intención de ser calzadas, las que en esa oportunidad catalogó como spoofing o layering. (19)— al referirse a prácticas consistentes en ingresar ofertas sin intención de ser calzadas, las que en esa oportunidad catalogó como spoofing o layering.*

19 Disponible en https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-28045_doc_pdf (última visita 8 de abril de 2026).

Con todo, según anunciábamos, la asimilación no está exenta de matices, pues si bien se observan ciertos rasgos esenciales en común, como explicaremos más abajo, el spoofing, según se ha entendido a nivel comparado, requiere la concurrencia de algunos elementos que —sin embargo— no se observan en los hechos descritos en el Res. 280/2026. En particular, (i) las órdenes cuestionadas no tienen la virtualidad —o al menos el Oficio de Cargos nada dice al respecto— para incidir en algún proxy de precios idóneo para transmitir señales distorsionadoras al mercado, solo se trata de incidencias fugaces y extremadamente focalizadas; y (ii) los hechos no versan sobre secuencias implementadas por un algoritmo propio de A&C, por el contrario, todo ingreso, modificación o eliminación de órdenes se hacía manualmente por operadores de A&C.

(b) Más allá de las discrepancias que pueda haber sobre el sentido o alcance de los artículos 52 y 53 LMV, es relevante que, según la Posición CMF 2019, la propia autoridad entiende que el spoofing no se encuentra recogido como figura sancionable en la legislación chilena



El punto relativo a la alegación de atipicidad se refiere —en un primer orden (20)— a si acaso el ordenamiento chileno contiene una tipología que permita capturar clara, previsible y específicamente la fenomenología del spoofing.

20 En un segundo orden, la defensa se hace cargo de la imposibilidad de subsumir los hechos específicamente bajo las figuras típicas de los artículos 52 y 53 de la LMV.

Nuestra respuesta es por supuesto negativa y lo decimos no solo por nuestras particulares convicciones técnicas, sino porque se da la paradoja que para fundar la percepción que asiste a esta defensa, ni siquiera es necesario embarcarse en complejos ejercicios exegéticos sobre el sentido y alcance de los artículos 52 y 53 de la LMV, cosa que igualmente haremos en la letra (c) de este punto II.2.

En efecto, ocurre, Sr. Fiscal, que es la propia Posición CMF 2019 la que nos entrega la respuesta y revela una tensión evidente entre un diagnóstico que se hizo trascender públicamente y la aproximación que ahora se ensaya en el Oficio de Cargos.

Veamos qué proponía la CMF en diciembre de 2019 como medida de lege ferenda:

3.2. Ampliar el catálogo de abusos de mercado para explicitar otros tipos de prácticas abusivas

Se propone actualizar el catálogo de conductas de abusos de mercado sancionadas por la Ley de Mercado de Valores para incorporar figuras recogidas en la Directiva Europea de Abusos de Mercado. Por ejemplo, correspondería ampliar el concepto de manipulación de precios, para incluir en dicho ilícito quien realiza cualquier acción efectuada con el objeto de afectar artificialmente los precios de valores de oferta pública, y no solamente a través de la transacción de dichos valores, como sucede en la actualidad.

De igual modo, se estima necesario incorporar las conductas de abuso de mercado cuya operatoria es ingresar ofertas bursátiles sin la intención de ser calzadas (conocidas como *Spoofing* o *Layering*). El objetivo de estas ofertas manipuladoras es afectar el precio de la parte del libro en que son ingresadas y lograr el calce con una o más ofertas del otro lado del libro ingresadas por el manipulador. Con ello, el manipulador puede obtener un mejor precio para las transacciones que realiza.

Por lo anterior, y para fiscalizar de forma robusta dichos abusos, se propone:

Propuesta 3.2: *Modificar la Ley de Mercado de Valores para reconocer explícitamente tipologías adicionales de conductas de abuso de mercado en línea con la regulación comparada.*

La Posición CMF 2019 distinguió con claridad dos problemas diferentes. El primero consistía en la estrechez del antiguo artículo 52 —previo a la modificación de la Ley N°21.314 de abril de 2021, que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, regula la asesoría previsional, y otras materias que indica (la “Ley 21.314”)—, precepto que hablaba de “transacciones” y no de “aquella acción”, razón por la cual la autoridad proponía ampliar el concepto de manipulación de precios para abarcar



precisamente “cualquier acción” dirigida a afectar artificialmente los precios, no solamente conductas realizadas “a través de la transacción” de valores.

El segundo problema, diferenciado del anterior por la propia autoridad (21), consistía en la necesidad de incorporar nuevas figuras infraccionales para reconocer explícitamente el carácter ilícito de las conductas relativas al ingreso de ofertas sin intención de ser calzadas, las que la misma CMF categorizó como spoofing o layering.

21 La separación de ambos asuntos por un punto a parte, sumado al empleado de la expresión “De igual modo”, no deja espacio a dudas de que se trataba —en efecto— la propia CMF los concebía como problemas diferentes.

La separación de ambos planos no es accidental, es sintomática de que, para la propia CMF, una cosa era ampliar el lenguaje general del ilícito de manipulación, y otra diversa era incorporar una tipología que reconociera explícitamente la secuencia fenomenológica que caracteriza al spoofing. Esa diferenciación entre ambos problemas es importante, porque impide simplificar indebidamente la incidencia y significación de la Ley 21.314.

Por cierto, no vamos a desconocer lo obvio. Dicha reforma modificó el artículo 52 de la LMV y sustituyó la referencia a “efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios” por la fórmula actual, que alude a la denominación de “manipulación de precios” y la define como “aquella acción” que se ejecuta con ese mismo objeto. Se sigue entonces que la única modificación de fondo corresponde a la sustitución de la voz “transacciones” por la expresión “aquella acción” (22).

22 Otra modificación radica en la utilización explícita de la nomenclatura “manipulación de precios”. Sin embargo, aquello consiste solo en un concepto, que inmediatamente el mismo artículo pasa a definir en exactamente los mismos términos que hacía la LMV antes de la modificación de la Ley 21.314, con la única diferencia —ya está dicho— que se reemplazó la expresión “transacciones” por “aquella acción”.

Pero de la constatación de esas circunstancias no se sigue automáticamente que el legislador haya querido resolver íntegramente el problema específico manifestado por la CMF en la Posición CMF 2019 y que nos convoca en este caso, a saber, la carencia de tipologías para capturar el spoofing.

Intuimos que eventualmente la UI podría intentar replicar a estas argumentaciones manifestando que la razón por la cual ahora sí sería sancionable el spoofing —y que en consecuencia el diagnóstico de la Posición CMF 2019 ya no estaría vigente— radica precisamente en la modificación efectuada por la Ley 21.314, arguyendo que la ley anterior, al emplear en el artículo 52 de la LMV la voz transacciones, requería —como elemento basal— del calce entre dos puntas opuestas para configurar una operación manipulativa, mientras que la nueva alusión a “aquella acción”, en cambio, permitiría capturar también las órdenes unilaterales (incluso antes del calce o derechamente sin necesidad de calce).

Sin embargo, esa hipotética aproximación, que en abstracto podría parecer de recibo con una ligera lectura, pierde todo rendimiento cuando es enfrentada al crudo escrutinio tanto de la historia de la ley, como de los propios actos de la CMF.



En efecto, por un lado, en la Historia de la Ley 21.314 no se observan antecedentes que permitan dejar asentado que el reemplazo de “transacción” por “acción” tenía por finalidad capturar órdenes unilaterales de una sola punta del libro, aunque no mediara calce alguno. Esto que se viene diciendo por supuesto no priva de efecto útil la nueva disposición, pues sí se observa una diferencia práctica relevante entre el estado de cosas anterior y el posterior a la Ley 21.314, a saber, hoy la manipulación no queda circunscrita al ámbito estrictamente de operación bursátil, también pueden entenderse como manipulativas aquellas acciones que no involucran en sí mismas una operatividad en bolsa (trade based), como ocurre con las manipulaciones info based y action based (23).

23 Londoño Martínez, Fernando, “Ilícito de manipulación bursátil: fenómeno y lesividad. Aspectos de política sancionatorio”, Política Criminal, Vol. 8, N°15, 2013, págs. 105 y 106.

De hecho, la Historia de la Ley apunta precisamente en el sentido de que la sustitución en comento tuvo por objeto abarcar situaciones que ocurrían fuera de la esfera operativa, incluyendo un claro ejemplo de manipulación info based, como se ve en el siguiente pasaje (pág. 102):

La entonces asesora de Mercado de Capitales del Ministerio de Hacienda, señora Francisca Lyon, apuntó que entre las acciones orientadas a afectar artificialmente los precios se pueden encontrar, por ejemplo, opiniones expresadas por operadores de mercado con mucho peso en diarios o en twitter, que pueden provocar una reacción en el mercado.

Entonces, sostener ahora que el problema quedó completamente resuelto por la sola sustitución de una palabra (transacción”) por otra (“acción”) supone atribuir a la reforma una densidad normativa que no encuentra sustento ni el texto legal ni en la Historia de la Ley 21.314.

Lo anterior se aprecia todavía con mayor nitidez si se atiende a la propia naturaleza del fenómeno que la UI dice perseguir. En rigor, el spoofing no se agota en una oferta aislada considerada en sí misma. Su racionalidad económica y su sentido operativo sólo pueden comprenderse a partir del encadenamiento que conforman —lo que la UI denomina— la orden cuestionada y la subsecuente orden objetivo que se ingresa por el lado opuesto del libro. Si la primera es analizada de forma completamente abstracta y separada del resto de la secuencia, se pierde todo su sentido y racionalidad; el fenómeno, y por ende también la infracción, quedan cojos y no puede entonces predicarse su ilegitimidad.

En otros términos, la pretensión de resolver todo el problema del spoofing concentrando el análisis exclusivamente en la oferta inicial y afirmando que ahora, por hablar el artículo 52 de la LMV de “acción”, ya no sería necesaria la dimensión transaccional del fenómeno, importa parcializar indebidamente el análisis. El spoofing, por su propia estructura y racionalidad económica, continúa siendo una fenomenología secuencial y transaccional, no una simple conducta unilateral autosuficiente. En simple, sin calce no hay spoofing.

Como si lo anterior no fuese suficiente, para constatar que la sustitución de la expresión “transacciones” por “aquella acción” es insuficiente para justificar un cambio de diagnóstico tan radical de la CMF, existe un dato complementario particularmente significativo. Resulta que el propio Oficio de Cargos no construye su imputación limitándola solo al artículo 52 de la LMV, sino que recurre también a la figura de “cotizaciones ficticias” del artículo 53, inciso 1º, de la misma ley.



En efecto, la UI formula cargos tanto por manipulación bursátil (artículo 52) como también por operaciones ficticias (artículo 53, inciso 1º). El Oficio de Cargos afirma que A&C habría realizado “múltiples y reiteradas cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios”, sosteniendo además que las órdenes cuestionadas “constituyen cotizaciones ficticias y a su vez una conducta de manipulación de precios”. Es decir, la autoridad no trata al artículo 53 como un elemento accesorio, secundario o quizás decorativo, sino como una pieza estructural sustancial de la imputación.

*Esa forma de construir los cargos genera una tensión que no puede soslayarse. Si la CMF estima hoy que el mecanismo imputado constituye también una infracción autónoma del artículo 53 (precepto que no fue modificado por la Ley 21.134), ello obviamente supone asumir que la categoría de “cotizaciones ficticias” siempre ha podido capturar el fenómeno de spoofing. O sea, **lo que ahora sostiene el Oficio de Cargos difiere de manera significativa a lo sostenido en la Posición CMF 2019.***

Más aún, la interpretación que el Oficio de Cargos le da a las expresiones del inciso 1º del artículo 53 debilitan la hipotética réplica que ensayábamos más arriba, esto es, que supuestamente antes las tipologías de la LMV no permitían capturar el ingreso de órdenes unilaterales y que sólo podía sancionarse cuando había un calce. Y eso por una razón bastante simple, como hemos dicho, el texto del inciso 1º del artículo 53 no sufrió modificación alguna con la Ley 21.134, y resulta que el Oficio de Cargos hace sinónimos las expresiones “órdenes” y “cotizaciones” en varios pasajes del mismo (24). O sea, la propia UI nos está diciendo que las órdenes unilaterales siempre han sido sancionables bajo la figura de cotizaciones ficticias.

24 Véanse, párrafos 1 (pág. 3), 6 (pág. 4) y 10 (pág. 6).

Y todo lo anterior, sin perjuicio además de que, como se ve en el pasaje transcrito de la Posición CMF 2019, queda de manifiesto que esa propia agencia trató como temas separados: (i) la necesidad de modificar la norma relativa a manipulación; y (ii) la necesidad de “incorporar las conductas de abuso de mercado cuya operativa es ingresar ofertas bursátiles sin la intención de ser calzadas (conocidas como Spoofing o Layering).

De eso se sigue que, ni la modificación al artículo 52 ni las figuras tradicionales (artículo 53 no modificado), en concepto de la CMF ninguna de ellas era idónea para capturar el fenómeno descrito. Y si resulta que ese tema en particular no fue atendido por el legislador —nunca se tipificaron las figuras de abuso de mercado que la CMF demandaba— resulta problemático que la UI utilice precisamente a esas mismas figuras que consideraba insuficientes, sin incurrir en una inconsistencia con su propia posición institucional.

Como puede observarse, resulta imposible compatibilizar la postura que adopta el Oficio de Cargos con el diagnóstico que la propia autoridad había formulado en la Posición CMF 2019.

Sr. Fiscal, las discrepancias entre la Posición CMF 2019 y la aproximación del Oficio de Cargos son evidentes y plantean un problema considerable. Lo que está en juego es una exigencia básica de coherencia institucional y predictibilidad regulatoria. La Posición CMF 2019 representa una toma de posición de la autoridad sectorial sobre el estado del derecho vigente y sobre las insuficiencias que, a su juicio experto, presentaba la regulación para perseguir el spoofing.

Cuando un regulador especializado, connotado y del prestigio de la CMF —que además es el único órgano de la Administración del Estado habilitado para interpretar la LMV conforme



al artículo 5 N°1 del DL 3.538— exterioriza públicamente una determinada comprensión acerca de qué conductas están o no cubiertas por la normativa vigente, eso no es indiferente o irrelevante para los administrados. Por el contrario, ese diagnóstico hace trascender una interpretación de la CMF sobre el punto y se integra al entorno de previsibilidad que permite a quienes operan en el mercado de capitales ajustar su comportamiento, evaluar riesgos y ordenan sus expectativas respecto del alcance real del poder sancionador.

Así las cosas, de la Posición CMF 2019 fluye una exigencia material de confianza en la coherencia interpretativa de la CMF y en la no frustración arbitraria de las expectativas razonables que ella misma contribuye a generar.

(c) En todo caso, los hechos no configuran las dos infracciones que imputa la CMF (a los artículos 52 y 53)

Desde luego, la defensa relativa a las contradicciones y problemas que presenta la nueva postura del Oficio de Cargos en relación con diagnósticos precedentes emanados de la propia CMF —y su impacto en la predictibilidad e incertidumbre que se genera en los administrados— por sí sola debiera llevar a la UI a informar desfavorablemente las imputaciones al Consejo de la CMF y recomendar su desestimación.

Igualmente, en lo sucesivo nos abocaremos a explicar por qué los hechos que se describen en el Res. 280/2026 no configuran de modo alguno las dos infracciones atribuidas por el Sr. Fiscal, ni la del artículo 52, ni la del artículo 53, inciso 1º.

(c.i) Falta de configuración del ilícito manipulativo descrito en el art. 52 de la LMV

La imputación en este caso descansa en una premisa que es errónea, a saber, que supuestamente toda acción capaz de llevar a una reacción inmediata de un tercero en el libro de órdenes equivale, sin más, a “manipulación de precios” en el sentido jurídico del artículo 52 de la LMV.

*Sin embargo, el ilícito manipulativo es mucho más exigente que eso y, por lo mismo, el artículo 52 no pretende capturar cualquier conducta de negociación agresiva, táctica o instrumental. Lo que se pretende sancionar a título de manipulación no es la simple incidencia —por decirlo así— microestructural sobre una orden determinada del libro (entendida como aquella que ingresa un interviniente concreto y específico, por desconocida que sea su identidad), sino la de afectación artificial del precio del instrumento como **señal de mercado**.*

Esta comprensión desde luego no corresponde a un invento ni a una tesis peregrina de esta parte. Por el contrario, lo anteriormente expuesto es coherente tanto con la doctrina jurídica sobre manipulación bursátil, como también con la aproximación económica que subyace a la persecución del fenómeno manipulativo.

La doctrina explica que la manipulación bursátil puede ser entendida en dos planos, uno de manipulación general, como mera injerencia o control sobre una determinada realidad de mercado (cuyo juicio provisional es —hasta ahora— valorativamente neutro (25), y otro especial o distorsionador (donde el juicio normativo definitivo es valorativamente reprochable), en que esa injerencia “[perturba] la racionalidad con la que se distribuyen los recursos; por tanto, como afectadora de la eficiencia distributiva de los recursos financieros (allocative efficiency), a su turno asociada a la función de pricing” (26).



25 Siguiendo a Londoño, entendemos entonces que la reprochabilidad de la manipulación —es decir, la transición desde una manipulación general (valorativamente neutra) a una manipulación especial (valorativamente reprochada)— dependerá de si la injerencia tiene por objeto velar o no por el interés del mercado o si, por el contrario, tienen un puro efecto distorsionador. El mismo autor pone como ejemplo de manipulación general lícita aquellas estabilizaciones admitidas en el mercado primario (Londoño, op. cit., págs. 117 y 118).

26 Londoño, op. cit., pág. 118.

El siguiente pasaje del artículo de Fernando Londoño sobre la materia expone adecuada y resumidamente el punto:

“Como ya se ha expuesto, puede aquí distinguirse entre injerencia o control (manipulación general) y distorsión o desviación (manipulación especial). Mediante las formas de mero control se alteran las condiciones de libertad e igualdad del mercado (lesividad marcadamente formal). Mediante las formas de distorsión se alteran las condiciones **de inteligencia del mercado**, lo que en definitiva viene a afectar la eficiencia en la distribución o asignación de los recursos financieros” (27).

27 Londoño, op. cit., pág. 103 (énfasis agregado).

Estas aproximaciones conceptuales son útiles para saber dónde nos situamos, por la sencilla razón de que, terminológicamente, la manipulación —sea general o especial— conlleva en sí misma una incidencia en la realidad del mercado. O sea, **el concepto de manipulación no se entiende desprendido de nociones de trascendencia en el descubrimiento y formación del precio, con vocación de cierta estabilidad.**

Note desde ya, Sr. Fiscal, que aquello no resulta estar particularmente en sintonía con lo que se describe en el Oficio de Cargos, esto es, una secuencia compuesta por una primera orden que provoca la reacción de un interviniente concreto y se agota de forma inmediata con el ingreso de una segunda orden por la punta contraria, y donde —he aquí lo esencial— **no se observa necesariamente un impacto de trascendencia y de cierta permanencia en el precio pretendidamente manipulado en proxies usualmente utilizados para analizar el comportamiento de un título valor**, como el precio de cierre, el precio de apertura, el precio promedio, etc.

La misma idea se observa en los estándares comparados de investigación y persecución de manipulaciones de mercado. La International Organization of Securities Commissions (“**IOSCO**”) ha manifestado que es determinante al investigar una posible manipulación, establecer si acaso el sujeto de interés tenía o no la habilidad de influir el precio de mercado o el volumen del título valor (28).

Este estándar es particularmente exigente, porque obliga a la agencia correspondiente (en este caso, la CMF) a demostrar no sólo que hubo una reacción focalizada y agotada en un sujeto en particular, sino que el movimiento de precio, además de carecer de base económica legítima, llevó a una **desviación del precio perceptible por el mercado**, distinto al que razonablemente habría debido formarse en ausencia de la orden cuestionada. Nada de eso puede tenerse por concurrente a partir del solo hecho de que una orden haya mejorado



transitoriamente la punta, modificado un spread en concreto o provocado la respuesta inmediata de un tercero en particular.

Así también parecen haber concebido el ilícito manipulativo los operadores de A&C y, por lo mismo, se entiende que no se hayan representado reprochabilidad en sus actuaciones (29), más aún si esa percepción estaba en sintonía con la Posición CMF 2019:

12. En relación con las operaciones previamente indicadas, entiende Ud. que dichas conductas pueden ser interpretadas como cotizaciones ficticias, o manipulación de precios y volúmenes de transacción en el mercado. En dicho sentido ¿Cómo explica Ud. que dichas transacciones no sean entendidas como cotizaciones ficticias o manipulación de precios o volúmenes?

R. Creo que es lo que acabo de decir, va con esa línea, si uno va a decir, que es una cotización ficticia, que es la que no tiene como fin comprar o vender, estimo que todas las corredoras la infringen, estamos todos buscando spread, y el fin ultimo es comprar y vender, pero se va a donde se transan las acciones, aquí malamente se puede manipular el precio, porque tendría que buscar un spread de 10%, y ahí podría marcar precio, pero una acción no marca precio.

Uno da una prueba en la bolsa y hay un capítulo de ética que te hay que pasar, así que uno sabe que no puede usar información privilegiada. Ahora si hay ciertos patrones que el mercado te deja, que es el bid y offer, está legal y uno puede operar, no habría problema. Yo sé por lógica que esto no es manipulación de mercado, y esto se efectuada el año 2021, 2022 y en esos años, hoy es más difícil.

28 *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, mayo de 2000, pág.14, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd103.pdf> [última visita: 9 de abril de 2026].

29 *Respuesta a pregunta 12 del acta de declaración de Sebastián García, de 11 de julio de 2025 y respuesta a pregunta 22 del acta de declaración de 1 de agosto de 2025*, de Thomas Filipek Carvalho.

Incluso en los regímenes comparados más desarrollados en materia de abuso de mercado, la manipulación no se identifica con cualquier reacción instantánea o extraordinariamente pasajera. Por mencionar la aproximación europea, esta no eleva por sí sola la modificación fugaz de una punta a la categoría de manipulación; por el contrario, la inserta en una evaluación más amplia, orientada a determinar si realmente existió una incidencia relevante sobre el proceso de formación del precio o, al menos, una señal engañosa con entidad suficiente dentro del funcionamiento del mercado (30).

30 *Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, Anexo I, letra A*, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596> [última visita: 8 de abril de 2026].

Esto se aprecia con claridad, por ejemplo, en el Anexo I del Reglamento (UE) N°596/2014, que contiene los indicadores de comportamiento manipulativo utilizados como referencia en el régimen europeo de abuso de mercado. Allí se incluyen, entre otros, factores tales como que las órdenes o transacciones representen una “proporción significativa del volumen diario”. Es decir,



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

el propio marco europeo pone atención en elementos de escala, magnitud e incidencia, lo que confirma que el análisis no se agota en el solo hecho de que una orden haya alterado transitoriamente una punta (31).

31 Id.

Es cierto que la misma fuente que se viene citando contempla también el caso de órdenes que alteran la representación del mejor precio comprador o vendedor y luego son retiradas antes de ejecutarse. El punto decisivo, no obstante, es que el texto europeo no trata esa circunstancia como una regla autónoma ni como un criterio autosuficiente, sino como un indicador más, que debe ser apreciado dentro de un cúmulo de factores que han de ser ponderados en su conjunto.

*En abono a lo que se viene diciendo, los autores Fox, Glosten y Guan explican que la dimensión manipulativa del spoofing se comprende como una forma de “quote-driven manipulation” (32-33) y describen el fenómeno como el envío de una o más cotizaciones en dirección opuesta a la operación realmente buscada, subrayando que tales cotizaciones suelen formularse **por un número grande de acciones** (34). Este último aspecto no es accesorio, porque es indicativo de que, en la lógica económica del spoofing, la dimensión manipulativa no se agota en una mera reacción puntual, sino que presupone una señal de libro con aptitud para proyectarse sobre la percepción de otros agentes respecto de la oferta, la demanda o la valoración del instrumento. Dicho de otro modo, **la propia caracterización del spoofing —en cuanto fenómeno manipulativo— supone una presión de mercado con cierta capacidad de irradiación, y no simplemente una interacción aislada con una contraparte específica.***

32 Fox, Merritt B.; Glosten, Lawrence R.; Guan, Sue S., “Spoofing and its Regulation”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2021, No. 3, 2022, pág. 1247, disponible en https://www.researchgate.net/publication/359271334_Spoofing_and_its_Regulation [última visita 8 de abril de 2026].

33 En este tipo manipulaciones, el impacto se alcanza por señales en el libro de órdenes, en contraposición a las transaction-driven, donde el efecto se alcanza mediante una operación efectivamente calzada (id.).

34 Fox/Gloster/Guan, op. cit., pág. 1.257.

La literatura económica ha sostenido que una modificación puntual de la mejor punta del libro no demuestra ni genera, por sí sola, una alteración durable del precio ni del propio libro de órdenes. Dependiendo de la magnitud de la injerencia, el mercado puede recomponerse con rapidez a medida que ingresan nuevas órdenes y se repone la liquidez, de modo que el efecto inicial se disipa prácticamente de forma inmediata (35). En la misma línea, se ha definido la resiliencia como la velocidad con que los precios se recuperan y, en mercados guiados por libro de órdenes, como la velocidad con que el libro vuelve a su forma normal (36).

35 Lo, Ingrid, y Hall, Alistair D., *Resiliency of the Limit Order Book*, 2017, pág. 2 (“the initial impact of trading dissipates over time as new orders arrive to replenish the book”), disponible en https://opus.lib.uts.edu.au/bitstream/10453/98964/1/Lo_Hall_Resiliency_of_the_limit_order_book_Accepted_Manuscript.pdf, [última visita: 8 de abril de 2026]



Por eso, una variación focalizada y de muy corto plazo, por su propia falta de trascendencia, no necesariamente es idónea para afectar el descubrimiento o formación de precios en un mercado resiliente (37). Y si eso es así, en tales supuestos, no puede hablarse entonces de una injerencia manipulativa, ni siquiera en términos de la concepción neutra de manipulación general.

*Volviendo a la literatura nacional, Londoño entrega además, un criterio ilustrativo sobre este punto. Destaca que una forma paradigmática de lesividad manipulativa aparece cuando el precio alterado transmite al mercado un mensaje que luego genera un efecto imitativo o de arrastre, por ejemplo, cuando el alza artificial del precio de cierre es leída por el mercado como una buena noticia, invitando a nuevos participantes a comprar y desencadenando alzas sucesivas (38). Ese ejemplo muestra el corazón económico de la manipulación bursátil, que radica no en una mera respuesta puntual de una contraparte específica, sino en la **capacidad de la señal para irradiarse sobre el proceso de valoración e incidir en el comportamiento agregado del mercado**. Si lo que se observa, en cambio, es una sucesión de episodios puntuales y de muy corto alcance, en que la reacción relevante se agota en la contraparte inmediata o en un número muy acotado de participantes, entonces el fenómeno se aparta justamente de aquella lesividad que explica por qué la manipulación de precios constituye un ilícito especialmente grave dentro de la LMV, sancionado incluso penalmente con penas de crimen.*

Realizada esa breve revisión jurídica y económica, nos parece que, sometido el Oficio de Cargos al escrutinio de dichas aproximaciones conceptuales al ilícito manipulativo, los hechos descritos en el Res 280/2026 no pasan un test plausible de subsunción bajo el artículo 52 de la LMV.

³⁶Xu,Haitao; Zhou,Weijie; He, Jiey Wang, Jun, Limit-order book resiliency after effective market orders: Spread, depth and intensity, 2016, pág. 2, disponible en <https://arxiv.org/pdf/1602.00731> [última visita: 8 de abril de 2026].

³⁷Lo/Hall, op. cit., pág. 3.

³⁸Londoño, op. cit., pág. 82.

En efecto, lo que describe la UI consiste en la obtención de una mejor ejecución frente a reacciones puntuales e inmediatas de contrapartes concretas a una orden individual. Nada se aborda en el Oficio de Cargos sobre la aptitud de las operaciones cuestionadas para incidir sobre algún proxy de precio de mercado; la UI sólo se queda en una interacción focalizada y de tipo microestructural, a todas luces deficitaria para alcanzar por sí solo los niveles de escala y proyección inherentes al ilícito de manipulación.

Con esto, no estamos diciendo que la primera orden que se observa en la secuencia descrita en el Oficio de Cargos necesariamente carezca de toda virtualidad de generar un efecto reactivo. Sólo queremos decir que, por agresivo que pueda entenderse este curso de acción, para subsumirlo en el artículo 52 de la Ley 18.045, se requiere demostrar una potencialidad de irradiación de entidad suficiente como para deformar artificialmente el precio representado por alguno de los proxies usuales que se utilizan para observar el precio de los títulos valores. En otros términos, la obtención de una mejor ejecución frente a una respuesta puntual es insuficiente para estimar realizada la descripción típica del ilícito manipulativo.



Tampoco es indiferente que la reacción atribuida por la UI parezca descansar mayoritaria o quizás unánimemente en respuestas automatizadas de ciertos participantes a señales del libro. Si el supuesto beneficio proviene principalmente de activar reglas de seguimiento de cotización —digámoslo así, una suerte de market making automatizado—, el análisis debe cambiar de foco. Y esto por una razón bien elemental, pues ya no se trata de haber “convencido al mercado” acerca del valor del instrumento, sino de haber explotado una estructura específica de respuesta programada.

En tal sentido se observa en la declaración del operador Sebastián García (39):

Básicamente, yo estoy buscando mercado, yo trato de hacer negocio, las máquinas no tienen espíritu de comprar o vender, por eso ahí una máquina se pone a vender y por eso yo pongo la orden al otro lado, esto es parte del mercado, y así funciona, si no debería eliminarse las máquinas.

39 Respuesta a pregunta 11 del acta de declaración de 11 de julio de 2025.

De hecho, la literatura sobre estrategias quote-based ha mostrado que algunas de estas conductas se comprenden mejor como mecanismos destinados a aprovechar la forma en que ciertos internalizadores o proveedores específicos de liquidez fijan el precio de ejecución, antes que como una manipulación del precio del activo en sentido amplio.

*En efecto, Fox, Glosten y Guan explican que el “quote-based internalizer-burdening trading” (40) tiene por objeto permitir que una compra o venta ya planificada se ejecute a un precio más favorable, haciéndolo a costa de un internalizador, y agregan que la estrategia consiste precisamente en que el operador ingrese a una bolsa una cotización que espera que no se ejecute (41). Añaden que esa cotización, al cambiar el benchmark del internalizador, altera el precio al cual éste ejecuta las transacciones (42). La idea es importante, porque muestra que en esta clase de supuestos el efecto económico puede ser real, pero aparece primordialmente conectado con la lógica de respuesta de un sujeto específico —el internalizador o proveedor de liquidez afectado— y no con una deformación del precio de mercado del título. Todavía más, los mismos autores subrayan que este tipo de estrategias no guardan particular sintonía con la concepción clásica de la manipulación como distorsión de precios y que —en contraposición a lo que ocurre con el fenómeno manipulativo— no causan problemas serios de equidad (43). Incluso llegan a sostener paradójicamente que, si estas prácticas ocurrieran libremente, **probablemente mejorarían de manera indirecta y marginal la precisión del precio** (44).*

40 Por medio de este concepto, aluden a la operativa que está basada en cotizaciones orientadas a obtener una mejor ejecución a costa de un tercero que denominan internalizador.

41 Fox, Merritt B.; Glosten, Lawrence R.; Guan, Sue S., “Manipulating Citadel: Profiting at the Expense of Retail Stock Traders’ Market Makers”, Harvard Business Law Review, Vol. 14, 2024, pág. 12, disponible en https://journals.law.harvard.edu/hblr/wp-content/uploads/sites/87/2024/03/01_HLB_14_1_Fox.pdf [última visita: 8 de abril de 2026].

42 Id., pág. 13.

43 Id., pág. 10.

44 Id.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

Otro punto que es trascendente es que, a nivel comparado, el spoofing aparece frecuentemente asociado a contextos de negociación algorítmica o de alta frecuencia, en que las órdenes cuestionadas y las órdenes objetivo son ingresadas, retiradas y/o modificadas a través de sistemas automatizados empleados por el agente (45).

45 Fox/Glostén/Guan, *Spoofing and Its Regulation*, págs. 1.253 a 1.255.

La pertinencia de ese elemento es relevante para configurar un esquema de spoofing sancionable, al extremo que la propia CMF —consciente de la trascendencia de ese factor— indagó al respecto:

Así se observa en el punto 2.b. del Oficio Reservado UI 448/2025, de 15 de abril de 2025, remitido a la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores:

2. Señalar, si conforme al(los) contrato(s) indicado en el numeral anterior, se han proporcionado equipos al cliente. En la afirmativa:
- Indicar tipo y cantidad de equipos proporcionados, y el lugar en que fueron instalados.
 - Informar si el cliente ha solicitado autorización para la instalación de software adicionales. En caso que así sea, indicar la fecha de instalación, nombre y tipo de software autorizado.

El mismo tema fue parte del interrogatorio del representante de A&C, Alejandro Parraguez, quien manifestó lo siguiente (46):

Nosotros no transamos con máquinas o programas. Así, todo ingreso, modificación o eliminación de órdenes los hacen los ejecutivos de A&C.

Los terminales son de la Bolsa, y no tienen softwares añadidos ni nada adicional.

9. Para que indique si en el proceso de compraventa de acciones en Chile, A&C utiliza programas informáticos o algoritmos. En la afirmativa, explicar el objetivo de su uso, en qué consisten y cómo funcionan.

R: No, no se usan algoritmos ni programas informáticos, más allá de lo que tenga la bolsa.

¿Los trader, Cayupí y García tiene experiencia para hacer estas operaciones así de rápido?

R: Supongo que sí, porque esto es con las manos, no es con máquinas. Tendría que hacer una prueba, no son personas ancianas, por lo que podrían. No lo podría calificar.

46 Respuestas a preguntas 3, 5, 9 y 12 del acta de declaración de 9 de julio de 2025.

En igual sentido ocurrió con el operador Sebastián García (47):

Por ejemplo, si yo me pongo a vender a 1342, yo tanteo para buscar información, y si después elimino o cancelo, es parte del día a día, y yo tengo la desventaja que debo hacerlo manualmente, y las máquinas son más rápidas. Las máquinas van participando de acuerdo con el volumen que están viendo, por eso yo estoy buscando otra cosa, estoy buscando hacer trading de 7 días, porque es un negocio que se ha resentido mucho.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

47 Respuesta a pregunta 11 del acta de declaración de 11 de julio de 2025.

Lo propio se ve en el caso de la declaración del Sr. Cristián Cayupi (48):

6. Para que detalle, la infraestructura física y tecnológica utilizada en la compraventa de acciones para A&C en el periodo 2021-2024, las corredoras con las que operó y si contaba con límites de operación.

R. Yo tengo un terminal, que salgo por Tanner, y sólo opero con ella. Sé que hay un terminal más, pero no sé si es de K2 o de A&C y no sé quien lo maneja. Esos terminales son HT de la bolsa, no tiene máquinas instaladas. no he operado nunca con máquinas y no las conozco.

48 Respuesta a pregunta 6 del acta de declaración de 17 de julio de 2025.

Y resulta, Sr. Fiscal, que el mérito de los antecedentes permite descartar que en la especie haya concurrido ese elemento necesario para configurar un caso convencional de spoofing, cuya pertinencia —como hemos visto— fluye del hecho que la propia UI haya indagado diligente e insistentemente al respecto. A&C nunca utilizó programas o softwares que automatizaran ex ante estrategias de ingreso y retiro de órdenes, y menos el reingreso subsecuente por el otro lado del libro.

En definitiva, incluso aceptando —sólo para efectos argumentativos— que la secuencia descrita por la autoridad presenta rasgos fenomenológicos próximos a la fisonomía basal del spoofing, ello no autoriza a identificarla sin más con la manipulación de precios que el artículo 52 sanciona. Y eso, porque el estándar legal y económico de la manipulación es más exigente; supone una afectación artificial del precio del instrumento en cuanto señal de mercado y no meramente la obtención de una ventaja táctica derivada de una interacción puntual en el libro de órdenes.

Reducir ese estándar al nivel de cualquier respuesta localizada del mercado, importaría extender ilegítimamente el ámbito de aplicación del artículo 52 de la LMV, atribuyéndole límites muy difusos a una de las figuras sancionadas más gravemente en la LMV, lo que no se condice con la predictibilidad que requieren los operadores del mercado y que es indispensable para su adecuado funcionamiento, ni tampoco naturalmente con los principios de tipicidad y legalidad que rigen en Derecho Administrativo-Sancionador.

(c.ii) Los hechos no configuran una infracción al artículo 53 de la LMV

Aun aceptando que la secuencia descrita por la UI presenta rasgos que la aproximan a elementos basales del spoofing (mas no a su dimensión manipulativa, como se explicó en detalle), de ello no se sigue automáticamente que aquella sea claramente subsumible bajo la figura de “cotizaciones ficticias” del artículo 53 de la Ley 18.045.

Una cosa es identificar una operatoria de mercado que en su estructura presenta similitudes con ciertas formas de abuso de libro de órdenes. Pero otra muy distinta es que una orden que es visible, efectivamente ingresada a rueda, susceptible de ser calzada por un tercero y eficaz para producir consecuencias reales dentro del sistema de negociación, deba ser tenida sin más como “ficticia” para los efectos del artículo 53 de la LMV.

La categorización ficticia, aplicada a las operaciones bursátiles, no puede ser interpretada simplemente como si bastara la sola ausencia de una determinada finalidad



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

económica. En un mercado electrónico, una orden visible que ingresa al libro ocupa una determinada prioridad, altera el mejor precio disponible, reduce o amplía el spread, interactúa con órdenes de terceros y queda expuesta al riesgo de ejecución, no puede asimilarse objetivamente a una mera apariencia.

El propio informe de la Dirección de Supervisión de Abusos de Mercado e infraestructuras Financieras reconoce que: (i) las órdenes referidas a más de 1 acción podían ser calzadas parcialmente por terceros antes de su eliminación; (ii) las órdenes de 1 acción podían extinguirse por calce; (iii) que algunas órdenes podían ser modificadas aumentando o reduciendo su cantidad; y (iv) en 3.003 casos, las órdenes de cantidad mayor a 1 fueron parcialmente calzadas, con un promedio simple de calce de 18,3% (49).

49 Folios 6,7, 21 y 22 del expediente que antecedió a la formulación de cargos.

Todo aquello revela exposición real a ejecución y consecuencias dentro del sistema de negociación, cuestión difícilmente compatible con la idea de una mera apariencia vacía o de una irrealidad negocial en el sentido fuerte que sugiere la expresión “cotización ficticia”.

Ese punto es especialmente sensible porque la fenomenología clásica asociada, tanto en doctrina como en experiencia sancionatoria tradicional a las “transacciones ficticias”, se ha vinculado históricamente a supuestos de simulación, circularidad o concertación, como wash sales, matched orders, operaciones cruzadas, concertadas, ruedas artificiales o cadenas transaccionales cuyo sentido no consiste en la exposición genuina al mercado, sino en la fabricación deliberada de una apariencia de interacción entre contrapartes anónimas cuando en realidad hay una confluencia de voluntades oculta.

Tal circunstancia —de concertación entre las distintas puntas— no es lo que se observa en este caso. Así consta, por ejemplo, del siguiente pasaje de la declaración de Cristián Cayupi (50):

*R. Yo los veo, los conozco, no sé qué algoritmos usan, cuando yo ingreso una orden, por ejemplo a 10 pesos, el algoritmo se sube a 10,01, y no puedo ver quién está detrás. Cuando se realiza la transacción, yo veo el corredor que estaba detrás. De mi experiencia anterior, no estuve al tanto de operaciones con algoritmos o robots.
Yo lo que veo es que hay operaciones con algoritmos o robots, pero no podría decir quien la hace. No sé si es masivo, no tengo esa respuesta.*

50 Respuesta a pregunta 8 del acta de declaración de 17 de julio de 2025.

Precisamente por eso no pueden tratarse como funcionalmente equivalentes las operaciones que son concertadas, simuladas o internamente circulares con aquellas órdenes visibles y expuestas, susceptibles de ser calzadas por cualquier tercero.

Esas diferencias —entre operaciones que están expuestas al mercado y aquellas donde hay una concertación que remueve esa exposición— no pueden desaparecer sólo porque la UI estime que la orden inicial va impulsada por una finalidad instrumental. De hecho, toda estrategia bursátil compleja, y muy particularmente las estrategias intradía, se componen de actos que cumplen funciones diversas dentro de una misma secuencia. Hay órdenes que buscan abrir posición, otras quieren proteger esas posiciones, algunas exploran profundidad, también pueden observarse órdenes que intentan capturar spread y otras que se modifican o cancelan en



función de la reacción del mercado. Esa es la lógica que se observa en este caso, como se ve en el siguiente pasaje de la declaración del operador Sebastián García (51):

La primera operación que ingresa, ¿tiene un objetivo real de realizarse?

R: Sí, aunque sea de sondeo, lo que determina eso, es el mercado, ya que éste determina si es que se puede hacer o no. Está en la bolsa, se puede comprar, y si yo me pongo a ver a un precio, y si me las toma la máquina, la operación se hizo, y existe.

51 Respuesta a pregunta 11 del acta de declaración de 11 de julio de 2025.

Entonces, el carácter instrumental de una orden dentro de una estrategia no la convierte, por ese solo hecho, en una orden irreal o ficticia. Si así fuera, una porción muy relevante del comportamiento ordinario en mercados electrónicos —donde la colocación, modificación y cancelación de órdenes constituye precisamente el modo en que se expresa la interacción competitiva entre agentes— quedaría potencialmente expuesta a ser caracterizada ex post como simulación.

*La cuestión no es puramente teórica. Si se admite que una orden visible, ingresada al libro y expuesta al riesgo de ejecución puede ser considerada “ficticia” únicamente porque, según una reconstrucción retrospectiva de la UI, su emisor no deseaba que finalmente se ejecutara, se erosionan los límites del artículo 53, afectando la predictibilidad de quienes actúan en el mercado y afectando flagrantemente los principios de legalidad y tipicidad. De hecho, **bajo esa aproximación, cualquier orden agresiva que busque mover una punta, explorar profundidad o provocar respuesta del mercado podría terminar siendo recalificada como ficticia con base en conjeturas retrospectivas sobre su finalidad**, trayendo incertidumbre a los agentes que operan en el mercado de capitales.*

A lo anterior se suma un antecedente de singular importancia sistemática. Como vimos más arriba, la Posición CMF 2019 distinguió entre la necesidad de ampliar el concepto general de manipulación de precios y la necesidad de reconocer explícitamente prácticas como el spoofing o layering. Esa distinción demuestra que, al menos en ese momento, la autoridad consideraba jurídicamente que el fenómeno no quedaba captado por las categorías tradicionales ya existentes. El punto es que la noción de “cotización ficticia” del artículo 53 se ha mantenido incólume desde incluso antes de 2019. Si pese a ello, la UI pretende sostener que una orden como la descrita en el Oficio de Cargos constituye sin mayor dificultad una “cotización ficticia”, no puede hacerlo sin contradecir abierta y flagrantemente lo señalado en la referida Posición CMF 2019.

En definitiva, no resulta posible subsumir los hechos descritos en el Oficio de Cargos bajo el artículo 53, inciso 1º, de la LMV, por dos razones: (i) porque por su propia estructura y operatividad, las órdenes que la CMF califica como cuestionadas no se condicen con aquello que es irreal ni guarda sintonía con las tipologías tradicionales de cotizaciones ficticias, al estar genuinamente expuestas al mercado y no encubrir un acuerdo de voluntades entre contrapartes que se hacen parecer frente al mercado como anónimas; y (ii) en todo caso, la CMF ya hizo trascender institucionalmente en 2019 una opinión de que la regulación no tenía la virtualidad de captar el spoofing, y resulta que la figura de cotizaciones ficticias que ahora se usa para formular la imputación no ha experimentado modificaciones.

En razón de los fundamentos expuestos precedentemente, en la especie se configuran las eximentes singularizadas en el apartado II.2., por lo que solicitamos al Sr. Fiscal informar



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

desfavorablemente respecto a las imputaciones del Oficio de Cargos contra a A&C, en atención a: (i) alegación principal: atipicidad de los hechos; y (ii) alegaciones subsidiarias: irretroactividad del cambio de criterio institucional y certeza jurídica y/o error de prohibición.

II.4. Caducidad parcial

El Sr. Fiscal formula una imputación por múltiples operaciones que se habrían extendido entre el 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024.

El inciso 1º del artículo 61 del DL 3.538 preceptúa:

“El Consejo no podrá sancionar a un infractor luego de transcurridos cuatro años desde la fecha en que hubiere terminado de cometer el hecho constitutivo de una infracción o de ocurrir la omisión sancionada”.

Asimismo, conforme al inciso 2º del mismo artículo, dicho plazo se suspende si la CMF recibe un reclamo o denuncia y se interrumpe con la notificación de la formulación de cargos.

*Considerando que el Oficio de Cargos fue emitido el 11 de marzo de 2026, y notificado a esta parte por medio de correo electrónico el viernes 13 de marzo del año en curso, **ha caducado o precluido la facultad de la CMF para imponer sanciones respecto de todas aquellas operaciones que se hayan desarrollado entre el 4 de enero de 2021 y el 13 de marzo de 2022.***

II.5. En subsidio, solicitan se ponderen elementos que indican para determinar la sanción aplicable en concreto

Sin perjuicio de las alegaciones anteriores, cuya entidad —nos parece— es suficiente para enervar íntegramente los cargos formulados por la UI, y para el solo evento de que el Consejo de la CMF no las acoja, solicitamos subsidiariamente que, al momento de determinar la sanción aplicable, se ponderen las circunstancias que se exponen enseguida, todas las cuales concurren en favor de A&C y, en nuestro concepto, debieran conducir a la imposición de la sanción menos gravosa posible.

El artículo 38 del DL 3.538 dispone que, para la determinación del rango y del monto específico de las multas, la Comisión "deberá procurar que su aplicación resulte óptima para el cumplimiento de los fines que la ley le encomienda", considerando al efecto ocho circunstancias que, como ha señalado la propia CMF, deben ser ponderadas en su conjunto, sin que sea admisible aislar el rango y monto de la multa a uno solo de ellos (52).

⁵²Resolución Exenta N°1.642, de 12 de febrero de 2024, de la CMF, en causa seguida contra Arturo Claro Montes, Considerando 21°.

A continuación, se analiza cada una de esas circunstancias a la luz de los antecedentes del caso.

(a) Gravedad de la conducta (artículo 38 N°1)

La gravedad de la conducta debe ser evaluada atendiendo a las circunstancias concretas del caso y no meramente a la calificación jurídica abstracta que la UI propone.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

A este respecto, existen múltiples elementos que morigeran sustancialmente la gravedad que pudiera atribuirse a los hechos.

En primer lugar, como se ha explicado latamente en el apartado II.3., la operatoria descrita en el Oficio de Cargos tiene un alcance eminentemente microestructural, circunscrito a interacciones puntuales y de muy corta duración en el libro de órdenes.

El propio Res. 280/2026 no desarrolla explicación alguna acerca de cómo la operatoria habría incidido en precios de cierre, apertura, promedios, índice u otros proxies de mercado, ni expone un análisis que permita comprender cómo los hechos habrían generado una reacción imitativa extensa o un efecto de arrastre persistente sobre el mercado en su conjunto. Ese vacío en el Oficio de Cargos es elocuente, porque revela que la propia autoridad no ha logrado establecer una afectación trascendente del proceso de formación de precios, que es precisamente el problema que subyace a los ilícitos de los artículos 52 y 53 de la Ley 18.045.

En segundo lugar, las operaciones se ejecutaron íntegramente dentro de la infraestructura ordinaria del mercado bursátil, por canales formales y regulares de acceso a rueda —mediante el Código de Ruteo 974, por intermedio de BTG Pactual Corredores de Bolsa S.A. y Tanner Corredores de Bolsa S.A.—, con plena visibilidad para las corredoras, la Bolsa de Comercio de Santiago y la CMF. No hubo ocultamiento de la operatoria ni mecanismos destinados a eludir los sistemas de vigilancia del mercado.

En tercer lugar, durante todo el período investigado —que se extiende por casi cuatro años—, ninguno de los agentes que actúan como gatekeepers emitió advertencia, alerta o comunicación alguna a A&C, a su representante legal ni a sus operadores, respecto de la forma en que se desarrollaban las operaciones. Tampoco las corredoras intermediarias, ni la Bolsa de Comercio de Santiago, ni la propia CMF formularon observación alguna que permitiera a A&C representarse siquiera la posibilidad de que su conducta pudiera ser objeto de reproche. Esa circunstancia no es accesorio, porque si durante casi cuatro años la operatoria se ejecutó a plena vista sin que ningún participante institucional la objetara, ello confirma que la reprochabilidad que ahora se pretende atribuir no era previsible ni evidente.

En cuarto lugar, las órdenes fueron ejecutadas manualmente por los operadores de A&C. Como consta de las declaraciones de Alejandro Parraguez (53), Sebastián García (54) y Cristián Cayupi (55), A&C no utilizó algoritmos, programas informáticos ni softwares adicionales al telepregón HT proporcionado por la Bolsa de Comercio de Santiago. Los terminales son de la misma Bolsa y no tienen máquinas ni softwares instalados adicionales. Esa circunstancia diferencia cualitativamente el caso de los supuestos convencionales de spoofing a nivel comparado, que se asocian típicamente a contextos de negociación algorítmica o de alta frecuencia.

53 Respuestas a preguntas 3, 5, 9 y 12 del acta de declaración de 9 de julio de 2025.

54 Respuesta a pregunta 11 del acta de declaración de 11 de julio de 2025.

55 Respuesta a pregunta 6 del acta de declaración de 17 de julio de 2025.

(b) Beneficio económico obtenido (artículo 38 N°2)



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

El Oficio de Cargos atribuye a las secuencias reprochadas un beneficio estimado de \$1.842 millones.

Sin embargo, como explicaremos enseguida, nos parece que esa cifra no puede ser tomada, sin más, como una base plausible para fines sancionatorios.

El problema es metodológico. En lo sustancial, el cálculo parte de la premisa de que el precio existente en la mejor punta del libro inmediatamente antes del ingreso de la orden cuestionada equivale al precio al que necesariamente se habría ejecutado la operación si dicha orden no hubiese existido.

Pero esa asunción es problemática. Que en cierto momento el libro exhiba una determinada mejor punta compradora o vendedora no permite concluir, por sí solo, que ése hubiera sido el precio real de ejecución en un escenario contrafactual. Una cosa es constatar cuál era la mejor punta visible antes del ingreso de la orden cuestionada; otra muy distinta es afirmar que, de no haber mediado la operatoria reprochada, la transacción se habría producido precisamente a ese precio.

El cuestionamiento adquiere aún más notoriedad si se considera el contexto de las operaciones que se reprochan, a saber, una dinámica de mercado breve, cambiante y microestructural, con modificaciones sucesivas de órdenes, reacciones inmediatas de terceros, pérdida de prioridad y reconfiguración constante del libro.

En un entorno así, la mejor punta previa al ingreso de la orden cuestionada no pasa de ser —por decirlo así— una fotografía instantánea del mercado. No constituye, por sí misma, una reconstrucción fiable del precio al que se habría ejecutado la operación en ausencia de la conducta objetada.

Por lo mismo, para sostener con cierta plausibilidad que el beneficio de A&C corresponde a la diferencia entre el precio efectivamente obtenido y aquella mejor punta previa, habría sido necesario algo más que una simple comparación estática entre dos momentos del libro. Por el contrario, se habría requerido justificar por qué ese precio previo representa adecuadamente el contrafactual relevante, esto es, por qué puede afirmarse que, sin la intervención atribuida a A&C, la operación se habría ejecutado efectivamente a ese nivel y no a otro, o derechamente que no se habría ejecutado en ese momento ni en esas condiciones. Nada de eso se desarrolla en el Res. 280/2026.

En otros términos, la cifra de \$1.842 millones no corresponde a una ganancia observada, sino a una estimación construida a partir de un contrafactual cuya solidez no aparece debidamente fundamentada. Y cuando el benchmark es discutible, también lo es necesariamente la magnitud del beneficio que se pretende derivar de él.

Así las cosas, estimamos que este factor no puede recibir el peso agravante que le atribuye el Oficio de Cargos y que, por el contrario, en virtud del principio in dubio pro administrado, debe ser ponderado a favor de A&C.

(c) Daño o riesgo causado al correcto funcionamiento del mercado financiero, a la fe pública y a los intereses de los perjudicados (artículo 38 N°3)



Como se ha expuesto en el apartado II.3., la operatoria descrita por el Oficio de Cargos carece de aptitud para incidir de manera trascendente en el proceso de formación de precios. El Res. 280/2026 no identifica afectación alguna en precios de cierre, apertura, promedios ponderados, índices bursátiles ni, en general, en los parámetros agregados o proxies que ordinariamente se emplean para evaluar el comportamiento de un título valor.

La fenomenología que la UI describe se agota en una multiplicidad de episodios puntuales, de muy corta duración y de impacto microestructural, cuyo efecto se circunscribe a la reacción inmediata de contrapartes específicas en el libro de órdenes y se disipa prácticamente de forma instantánea con el reingreso de liquidez. Como se explicó, la literatura de microestructura ha documentado que los mercados guiados por libro de órdenes exhiben resiliencia (56), esto es, la capacidad de recomponerse con rapidez frente a shocks no informativos, de modo que el impacto inicial de una orden se disipa a medida que ingresan nuevas órdenes y se repone la liquidez.

En cuanto a los perjudicados concretos, el Oficio de Cargos no individualiza a un tercero que haya sufrido un daño patrimonial efectivo y demostrable como consecuencia de la operatoria imputada, ni cuantifica pérdidas específicas en el patrimonio de algún participante del mercado.

Esas consideraciones deben conducir a calificar el daño o riesgo como significativamente menor al que se observa en los supuestos clásicos de manipulación bursátil, en que sí existe una alteración perceptible y duradera del precio, con capacidad de irradiarse sobre una generalidad de inversionistas.

(d) Participación de los infractores (artículo 38 N°4)

La imputación contra A&C como persona jurídica se sustenta en órdenes ingresadas por operadores que actuaban en un ámbito de discrecionalidad y con montos acotados (57), dentro del giro de inversiones de la sociedad.

57 Respuestas a pregunta 1 del acta de declaración de Alejandro Parraguez de 9 de julio de 2025.

No se observa una culpabilidad exacerbada a partir de dichas circunstancias.

(e) Ausencia de sanciones previas (artículo 38 N°5)

A&C no ha sido sancionada previamente por la CMF ni por la extinta SVS por infracción alguna a las normas sometidas a su fiscalización. Tampoco han sido sancionados los operadores, ni el representante de la sociedad (58).

58 La irreprochable conducta anterior ha sido expresamente reconocida como un factor favorable en la determinación de sanciones. Véase, por ejemplo, el Considerando 12° de la sentencia de 27 de marzo de 2023, de la Excm. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol N° 59930-2022 (La Polar Corredores de Seguros con CMF), donde el tribunal tuvo en consideración la "ausencia de sanciones anteriores" como circunstancia ponderada para fijar la cuantía de la multa.



Esa circunstancia debe ser especialmente valorada en el presente caso, atendido que la operatoria se desplegó durante un período extenso —casi cuatro años— sin que A&C haya sido objeto de reproche alguno por la autoridad.

(f) Capacidad económica del infractor (artículo 38 N°6)

La capacidad económica de A&C es reducida y constituye un factor que debe ser ponderado al momento de determinar la sanción.

Al cierre del ejercicio 2024, el capital propio tributario de A&C asciende a \$52.076.561.-, según consta del Formulario F22 correspondiente al Año Tributario 2025 (59). Los activos totales de la sociedad al 31 de diciembre de 2024 alcanzan apenas \$69.305.731.-(60).

59 Formulario F22, Año Tributario 2025, FOLIO 344801755, código 645 (CPT positivo final).

60 Balance de A&C SpA al 31 de diciembre de 2024.

La Excma. Corte Suprema ha reconocido que la capacidad económica del infractor es un factor que la CMF debe considerar, aun cuando no constituya una limitación absoluta (61). Estimamos que, cuando la situación patrimonial del infractor es de la magnitud que aquí se describe, con un patrimonio de \$52 millones y activos totales que apenas superan los \$69 millones, la ponderación de este factor no puede ser meramente nominal. Una sanción que no guarde relación alguna con la capacidad efectiva de pago del infractor deja de cumplir una función disuasiva y se aleja del mandato legal de que la multa resulte "óptima para el cumplimiento de los fines que la ley le encomienda".

61 Considerando 7° de la sentencia de 6 de febrero de 2025, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 18.645-2024 (FAI S.A. con CMF), donde se señala que la capacidad económica negativa "[...] no necesariamente ha de llevar a la absolución de la infractora, o a la imposición de una sanción no pecuniaria, por cuanto se trata de uno entre varios factores que deben ser aplicados por la autoridad".

(g) Sanciones aplicadas con anterioridad por la CMF en las mismas circunstancias (artículo 38 N°7)

No estamos en conocimiento de algún precedente directo de sanción impuesta por la CMF por una conducta que presente las características específicas del caso sub lite, esto es, una suerte de spoofing o layering manual, sin concertación con terceros, ejecutado por un inversionista que opera con patrimonio propio a través de canales formales de acceso directo al mercado.

Los precedentes sancionatorios en materia de manipulación bursátil que registra la CMF corresponden a fenomenologías cualitativamente distintas, como operaciones concertadas entre corredoras mediante acuerdos previos fuera de rueda, compras y ventas simultáneas por ambas puntas para fijar precio, o esquemas de simulación destinados a fabricar presencia bursátil. Esas hipótesis difieren radicalmente, tanto en su estructura como en su lesividad, de la operatoria que aquí se imputa.



La ausencia de precedentes en las mismas circunstancias debe ser ponderada en favor de A&C, pues pone de manifiesto que la autoridad no ha trazado un estándar previo de sanción para este tipo de conducta, lo que refuerza la tesis de que la reprochabilidad no era previsible.

(h) Colaboración prestada a la CMF (artículo 38 N°8)

A&C y su representante legal han mantenido una actitud de plena cooperación con la UI a lo largo de todo el procedimiento, como explicamos enseguida.

En primer lugar, el representante legal de A&C, Sr. Alejandro Parraguez, compareció voluntariamente a la audiencia de declaración convocada por la UI, prestando declaración presencial el 9 de julio de 2025.

En segundo lugar, A&C otorgó autorización expresa para que la UI recopilara información referida a las direcciones IP de los dispositivos utilizados para operar en la Bolsa de Comercio de Santiago, según consta del documento de autorización de fecha 23 de julio de 2025.

En tercer lugar, A&C remitió oportunamente a la UI la documentación complementaria requerida, incluyendo antecedentes de constitución societaria, personería y contratos de servicios de los operadores (62).

62 Correo de Alejandro Parraguez a la UI de fecha 21 de julio de 2025 y presentación de fecha 9 de octubre de 2025, en respuesta al Oficio Reservado UI N°1.179/2025, que constan en el expediente administrativo.

Por último, los operadores de A&C —Sebastián García y Cristián Cayupi (63)— comparecieron igualmente a las audiencias de declaración convocadas por la UI, prestando declaración los días 11 y 17 de julio de 2025, respectivamente.

63 En el caso del Sr. Filipek, si bien esta persona también compareció a declarar, no se le menciona en este acápite porque, a esa fecha, ya no se desempeñaba en A&C.

Solicitamos desde ya que la CMF pueda valorar dichas circunstancias como colaboración efectiva en los términos del artículo 38 N°8, y no meramente como cumplimiento de un deber legal. Lo relevante no es sólo que A&C respondió a lo requerido, sino que lo hizo con prontitud, sin dilaciones y aportando antecedentes relevantes para el esclarecimiento de los hechos y para la adecuada comprensión de la operatoria investigada.

En síntesis, la totalidad de las circunstancias del artículo 38 del DL 3.538 convergen en favor de A&C. La gravedad de la conducta se atenúa por su carácter microestructural, manual, visible y no objetada por ningún gatekeeper durante casi cuatro años; la cuantificación del supuesto beneficio atribuida por la UI descansa sobre una base metodológicamente frágil y, por lo mismo, no puede recibir el peso agravante que se le pretende asignar; el daño o riesgo al mercado no ha sido demostrado, limitándose las secuencias observadas sólo a la interacción puntual en el libro de órdenes; A&C carece de sanciones previas; su capacidad económica es manifiestamente insuficiente para absorber una sanción pecuniaria significativa; no existen precedentes en circunstancias análogas; y A&C ha colaborado durante la investigación.

Así las cosas, ponderados en conjunto los criterios de determinación que establece la ley, se sigue que, en el evento que las imputaciones de la UI sean refrendadas por el Consejo de la



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

CMF, la sanción debiera corresponder a la menos gravosa de las previstas en el artículo 37 del DL 3.538, esto es, una censura o, a lo sumo, una multa que se ajuste adecuadamente a los factores de determinación establecidos en el artículo 38 del mismo cuerpo legal.

En suma y en lo esencial, en nuestro concepto no existe mérito para atribuir responsabilidad a A&C, porque:

(i) La imputación formulada adolece de un déficit probatorio y procedimental que impide tener por acreditadas, en forma íntegra y verificable, las secuencias que sirven de base a los cargos, toda vez que la UI ha construido su reproche sobre una fenomenología compuesta por órdenes de A&C y de terceros, pero no incorporó al expediente, de manera completa y utilizable para la defensa, todos los antecedentes necesarios para reconstruir y controvertir cada uno de los casos reprochados.

(ii) Aun prescindiendo de lo anterior, la pretensión sancionatoria tropieza con un problema sustantivo de tipicidad, certeza jurídica y coherencia institucional, desde que la propia CMF manifestó públicamente en 2019 que una fenomenología altamente coincidente con la aquí reprochada requería de tipologías específicas para su captura normativa, de modo que no resulta jurídicamente admisible que hoy se pretenda sancionarla bajo figuras preexistentes que, como se explicó, no experimentaron modificaciones relevantes para estos efectos (artículo 52) o bien derechamente no experimentaron reforma alguna (artículo 53).

(iii) En todo caso, los hechos descritos en el Oficio de Cargos no satisfacen los presupuestos del artículo 52 de la LMV, pues la propia narrativa de la UI se agota en episodios microestructurales, puntuales y de brevísima duración, asociados a interacciones concretas dentro del libro de órdenes y a eventuales ventajas de ejecución en casos específicos, sin que se haya explicado ni demostrado de qué modo aquello habría incidido, con entidad suficiente, en referencias generales del precio del instrumento o en el proceso de formación de precios en un sentido que permita predicar un efecto imitativo de trascendencia y, de ese modo, configurar una verdadera manipulación bursátil en los términos exigidos por la ley.

(iv) Tampoco se configura la hipótesis del artículo 53 de la LMV, por cuanto las órdenes cuestionadas no pueden ser asimiladas, sin más, a cotizaciones ficticias en el sentido propio de esa categoría, desde que se trata de órdenes visibles, expuestas al mercado, susceptibles de ser calzadas por terceros y con aptitud real para producir consecuencias dentro del sistema de negociación, muy lejos, por tanto, de los supuestos tradicionales de simulación, circularidad o concertación negocial que históricamente han dado contenido a la noción de operaciones o cotizaciones ficticias.

Subsidiariamente, para el evento que no se compartan las alegaciones anteriores y se estimare concurrente alguna forma de responsabilidad, pedimos se aplique a nuestra representada la sanción menos gravosa posible, sobre la base de una ponderación conjunta y proporcional de los criterios del artículo 38 del DL 3.538.”.



IV.2. ANÁLISIS.

IV.2.1. Análisis Descargos de Previo Pronunciamiento: “Caducidad parcial”.

1.) Que, la Defensa de la Investigada señaló que los hechos en que se funda el Oficio de Cargos se habrían extendido entre el 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024. Sin embargo, dicho acto administrativo habría sido notificado el día 13 de marzo de 2026, por lo que habrían transcurrido más de cuatro años para sancionar las operaciones ocurridas entre el 4 de enero de 2021 y 13 de marzo de 2022, según el artículo 61 del DL 3.538.

2.) Que, en lo pertinente, el artículo 61 del DL 3.538 dispone que:

“El Consejo no podrá sancionar a un infractor luego de transcurridos cuatro años desde la fecha en que hubiere terminado de cometer el hecho constitutivo de una infracción o de ocurrir la omisión sancionada... El mismo plazo se entenderá interrumpido por el inicio de un procedimiento sancionatorio a partir de la fecha de notificación de los respectivos cargos a la persona objeto de los mismos”.

3.) Que, en atención a lo dispuesto en el artículo 61 del DL 3.538 y a que el Oficio de Cargos fue notificado el día 13 de marzo de 2026, sólo corresponde referirse a los hechos ocurridos a partir del 13 de marzo de 2022, **lo que** implica **34.038** operaciones de un total de 72.252 casos reprochados por el Fiscal.

4.) **Que, en atención a lo expuesto, sólo se considerarán hechos ocurridos desde el 13 de marzo de 2022.**

IV.2.2. Análisis Cargo: Infracciones a los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la LMV.

1.) Que, el Fiscal imputó a la Investigada que: *“...entre el día 4 de enero de 2021 y el 12 de septiembre de 2024, realizó múltiples y reiteradas cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios en 72.252 casos de operaciones en acciones llevadas a cabo en la Bolsa de Comercio de Santiago...”*, lo que estima que vulneraría los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la LMV.

2.) Que, según ya se razonó, respecto del cargo citado sólo se considerarán los hechos ocurridos a partir del 13 de marzo de 2022 y que se encuentran detallados en el Anexo N°1 del Oficio de Cargos.

3.) Que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 52 inciso 1° de la LMV ***“Es contrario a la presente ley la manipulación de precios, entendiendo por tal aquella acción que se efectúa con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de valores de oferta pública”.***

De este modo, lo que se prohíbe es precisamente manipular el precio, lo que el legislador define como toda acción que se efectúa con la finalidad de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente el precio de valores de oferta pública. En este punto, es relevante destacar



que la manipulación de precios incluye cualquier “acción”, la que se puede configurar por variadas vías o medios. La norma no exige un resultado, sino la sola ejecución de la acción.

Por su parte, el artículo 53 inciso 1° de la LMV dispone que “**Es contrario a la presente ley efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor, ya sea que las transacciones se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas**”.

En este orden de ideas, la conducta prohíbe las cotizaciones o transacciones ficticias de valores, más allá de su resultado.

4.) Que, asentado el marco legal que rige a la Investigada y cuyo incumplimiento le fue imputado, cabe determinar si A&C realizó **cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios** en operaciones en acciones llevadas a cabo en la Bolsa de Comercio de Santiago, infringiendo lo dispuesto en los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la LMV.

5.) Que, del análisis de todas las defensas, alegaciones y pruebas contenidas en el Procedimiento Sancionatorio, este Consejo concluye lo siguiente:

5.1.) Que, **en esta instancia administrativa no se encuentran controvertidos los siguientes hechos:**

i.) Que, entre el 13 de marzo de 2022 y el 12 de septiembre de 2024, A&C operó directamente en los sistemas de transacción de la Bolsa de Comercio de Santiago (“BCS”) utilizando el Código de Ruteo 974, por medio de los terminales de BTG Pactual Corredores de Bolsa S.A. (“BTG”) y Tanner Corredores de Bolsa S.A. (“Tanner”).

De esta forma, el ingreso de órdenes fue realizado directamente por el cliente A&C en el marco del servicio prestado por la BCS denominado *DIRECT MARKET ACCESS (DMA)*, el cual permite el ruteo de órdenes de compra y venta en tiempo real por parte del cliente, quien debe ser autorizado previamente por un Corredor de la BCS.

La autorización de las corredoras de bolsa con las que operó fue otorgada el 17 de junio de 2020 por Tanner Corredores de Bolsa S.A., y el 29 de mayo de 2020 por BTG Pactual Corredores de Bolsa S.A.

En el periodo indicado, A&C operó mediante tres ejecutivos dedicados al *trading intraday* en acciones. La identificación de los usuarios y los códigos de los terminales de negociación con los que operó el inversionista -asignados por la BCS-, son los siguientes:

Códigos terminales de bolsa	Nombre	RUT	Periodo prestación servicios a A&C
ASEINVAYC01@1974001-100	Sebastián García Real	10.830.302-1	dic. 2017 – sept. 2025
ASEINVAYC02@1974002-100	Thomas Filipek Carvallo	16.658.089-7	jul. 2019 – jul. 2023
ASEINVAYC03@1974003-100	Cristián Cayupi Silva	11.621.934-4	mar. 2018 – sept. 2025

Por tanto, en la ejecución de las operaciones realizadas por A&C en la BCS, le resultan aplicables las prohibiciones de los artículos 52 y 53 de la LMV.

ii.) Que, entre el 13 de marzo de 2022 y el 12 de septiembre de 2024, A&C ingresó en el sistema de la BCS, órdenes de compra (*bid*) o venta (*offers*) de acciones registradas en el libro



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

de órdenes, que a su vez fueron canceladas en un breve tiempo -pocos segundos-. Es decir, la Investigada realizó cotizaciones de valores de oferta pública.

iii.) Que, en los **34.038** casos se observó que A&C ingresó órdenes de compra o venta, que, una vez igualadas en precio por órdenes de terceros, fueron eliminadas en pocos segundos después, para posteriormente ingresar órdenes en el lado contrario del libro que calzaron con aquellas órdenes ingresadas por terceros.

De esta forma, las órdenes de compra o venta canceladas por A&C, fueron seguidas por una orden suya contraria en la BCS que efectivamente se ejecutó.

En todos los casos, el precio de la operación para A&C fue igual o mejor a la cotización cancelada segundos antes por A&C.

5.2.) Que, el Fiscal de la Unidad de Investigación señaló lo siguiente:

En lo pertinente, calificó las operaciones canceladas por A&C como cotizaciones ficticias, pues la Investigada no tuvo la intención de ejecutarlas, sino que fueron “órdenes señuelo” para obtener mejores precios a los ofrecidos en el mercado en ese momento y que, por tanto, tuvieron por finalidad manipular artificialmente el precio, permitiendo a A&C adquirir o enajenar efectivamente acciones a un mejor precio en la BCS en un determinado tiempo.

Así, señala en el Oficio de Cargos:

“se identificaron una serie de operaciones en acciones llevadas a cabo de manera recurrente por Asesorías e Inversiones A&C SpA en la Bolsa de Comercio de Santiago en las cuales ésta utilizaba órdenes o cotizaciones de compra/venta de acciones con el objeto de obtener mejores precios a los ofrecidos por el mercado y sin el propósito de realizar transacción alguna. Lo señalado precedentemente constituye un mecanismo de manipulación de mercado en los términos que se señalan en lo sucesivo.

2.- En términos generales, el mecanismo señalado consistía en el ingreso de órdenes a los sistemas bursátiles de calce automático de la Bolsa de Comercio de Santiago al mejor precio de compra o venta -en adelante también las órdenes cuestionadas- con la particularidad que dichas órdenes no tenían como propósito que fueran calzadas, sino que hacer variar artificialmente los precios mediante la reducción de la diferencia entre el precio de compra o venta en favor de otras órdenes ingresadas por A&C en la parte contraria del libro. De manera tal que las primeras órdenes ingresadas tenían por objeto inducir a terceros inversionistas a igualar o mejorar el precio de dichas órdenes.

3.- Una vez que A&C lograba la reducción de la diferencia entre los precios de compra y venta, procedía a eliminar las órdenes cuestionadas para evitar su calce, ya que su objetivo era únicamente hacer variar artificialmente el precio.

4.- En cuanto a las órdenes que A&C realmente intentaba realizar y que estaban en la parte contraria del libro de la orden cuestionada -en adelante las órdenes objetivo-, su materialización era posible únicamente en virtud de la orden cuestionada y producto del efecto que dicha orden producía en terceros inversionistas conforme se indicó en los párrafos precedentes.



(...)

6.- De la forma de operar señalada precedentemente, se sigue que A&C por medio del ingreso de cotizaciones ficticias, denominadas también para efectos del presente oficio como órdenes cuestionadas, logra transar a mejores precios a los ofrecidos inicialmente por el mercado, haciendo variar artificialmente los precios, ya que, de no existir las referidas órdenes, los precios hubiesen sido distintos.

7.- En la ejecución del mecanismo de manipulación de precios de acciones empleado por A&C se han identificado las siguientes características:

i.- El inversionista utilizaba órdenes cuestionadas de cantidad mayor a 1 acción -80% de los casos- y de cantidad igual a 1 acción -20% de los casos-, al mejor precio de venta o compra vigente.

ii.- Las órdenes cuestionadas eran eliminadas por A&C transcurridos pocos segundos una vez obtenida la respuesta de terceros, quienes respondían modificando órdenes previamente existentes o ingresando órdenes a un precio que igualaba -en la mayoría de los casos- o mejoraba el precio de la orden cuestionada.

iii.- Por lo general, la orden objetivo ingresaba cuando la orden cuestionada no estaba vigente -92% de los casos-, no obstante, en algunas ocasiones A&C podía ingresar la orden objetivo estando aún vigente la orden cuestionada -8% de los casos-, observándose en esta situación lo siguiente:

a.- Cuando el precio de la orden del tercero era mejor que el de la orden cuestionada, A&C calzaba este mejor precio, sin transar con la orden cuestionada, por cuanto no había compatibilidad de precios;

b.- Cuando el precio de la orden del tercero era igual al de la orden cuestionada, A&C podía modificar la orden cuestionada -, ya sea su cantidad o modificarla sin variar ni la cantidad ni el precio, con esto, la orden cuestionada perdía prioridad, pudiendo A&C efectuar el calce de la orden objetivo y la del tercero, evitando calzar la orden cuestionada. En algunos casos A&C podía realizar más de una modificación.

iv.- A&C podía calzar las órdenes de otros inversionistas que seguían respondiendo al precio fijado una vez eliminada la orden cuestionada. Es decir, calzaba órdenes de terceros que respondían a una respuesta previa de terceros que ingresó estando activa la orden cuestionada o respondían al precio de transacción fijado por la orden objetivo.

v.- Previo al ingreso de la orden cuestionada, A&C podía realizar intentos de manipulación -0,6% de los casos-, consistentes en el ingreso de órdenes en el mismo lado del libro de la orden cuestionada al mejor precio existente, para luego, en un lapso de tiempo mínimo eliminarlas.

vi.- Las órdenes de terceros y objetivo podían ingresar al libro de la Bolsa de manera previa a que A&C ingresara la orden cuestionada. Una vez ingresada la orden cuestionada, las órdenes de terceros y objetivo que ya estaban en el libro, eran modificadas respondiendo a la orden cuestionada.



8.- Cada uno de los casos en que se encuentra presente la conducta reprochada, cuenta con una única orden cuestionada, que podía inducir una o más órdenes de terceros, las cuales eran calzadas por una o más órdenes objetivo de A&C o calzaban órdenes objetivo previamente ingresadas por A&C, generándose uno o más folios de transacción.”.

5.3.) Que, por su parte, **la defensa de la Investigada alegó:**

i.) **“Vicios del procedimiento”:** La Defensa de la Investigada afirmó que sólo se habría puesto a su disposición el registro de órdenes, pero que no constaría el detalle de las órdenes de los demás participantes del Mercado que integrarían la secuencia manipulativa.

ii.) **“Atipicidad”, “Irretroactividad”, “Error de prohibición invencible” y “La propia autoridad entiende que el spoofing no se encuentra recogida como figura sancionable”:** La Investigada estima que la CMF habría manifestado públicamente en 2019 que la conducta descrita en el Oficio de Cargos conocida como *spoofing* no se encontraría recogida en la legislación chilena y que habría actuado amparada en ese criterio.

iii.) **“Falta de configuración del ilícito manipulativo descrito en el art. 52 de la LMV”:** la Investigada considera que no hubo intención de afectar artificialmente el precio como señal de mercado, ya que las órdenes canceladas provocaron una reacción inmediata y puntual de un tercero sin que se observe un impacto significativo y duradero en el precio.

iv.) **“Los hechos no configuran una infracción al artículo 53 de la LMV”:** La Investigada estimó que las órdenes no eran ficticias, pues serían visibles, ingresadas al mercado, susceptibles de ser calzadas por terceros y producirían consecuencias reales en el sistema de negociación. Además, señala que no habría concertación entre puntas.

5.4.) Que, en definitiva, cabe analizar si la Investigada realizó cotizaciones ficticias de valores y si tales cotizaciones tuvieron por objeto hacer variar artificialmente los precios de acciones transadas en la BCS:

De acuerdo con la Denuncia formulada mediante Oficio Reservado N°145.145-2024 de la DGSCM y sus Anexos, contenidos en el Archivo Digital N°1, consta que en el marco de las labores de monitoreo del Mercado de Valores se requirió a la BCS remitir los *logs* de ofertas y operaciones bursátiles respecto de una serie de acciones y otros instrumentos transados públicamente en su plataforma, habiendo detectado del análisis de tales antecedentes un patrón de órdenes de compra o venta de la Investigada, recurrentemente canceladas a fin de manipular el precio de las acciones.

A su vez, según el Complemento de la Denuncia, realizada mediante Oficio Reservado N°85.816-2025 de la DGSCM y sus Anexos, contenido en el Archivo Digital N°3, se observan una serie de operaciones adicionales con el mismo patrón.

Del análisis de esos antecedentes, se detectó que la Investigada ingresó recurrentemente a los sistemas bursátiles de calce automático de la BCS órdenes al mejor precio de compra o venta, con la particularidad que no tuvo la intención que estas órdenes fueran calzadas, siendo su verdadero objetivo manipular el precio a fin de que terceros inversionistas ingresaran órdenes que igualaran o mejoraran el precio de sus órdenes.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

Tan pronto como terceros respondían a las órdenes manipuladoras, la Investigada las eliminaba e ingresaba, a continuación, órdenes en el lado contrario del libro, que calzaban con las órdenes ingresadas por dichos terceros. De esta forma, las órdenes que la Investigada realmente pretendía ejecutar eran aquellas ingresadas en el lado contrario del libro, valiéndose para ello de las órdenes manipuladoras con el objeto de inducir el ingreso de órdenes de terceros a precios que le resultaran favorables.

De esta forma, la práctica sistemática y recurrente de la Investigada le permitió acceder a mejores precios que aquellos que estaban disponibles de forma previa al ingreso de sus cotizaciones ficticias.

Tales operaciones, que emanan de los *logs* de la BCS suministrados a esta CMF, se encuentran registradas y recopiladas en los Anexos contenidos en el Archivo Digital N°1, Archivo Digital N°3, Archivo Digital N°8 y Archivo Digital N°9 del expediente.

Por su parte, conforme a los Oficios Reservados UI N°326-2026 y N°327-2026, el Fiscal requirió a las corredoras de bolsa Tanner y BTG Pactual remitir, en lo pertinente, el registro de órdenes y las facturas de compraventa de acciones de A&C en el periodo y respecto de los títulos materia en análisis.

Con fecha 19 de marzo de 2025, la corredora Tanner respondió el requerimiento del Fiscal adjuntando la información requerida; y, mediante Respuesta de fecha 24 de abril de 2025, la corredora BTG Pactual remitió la información solicitada. En tales antecedentes, es posible observar las facturas de compraventa materializadas por la Investigada respecto de la secuencia antes descrita y el detalle de sus movimientos, todos los cuales son coincidentes y concordantes con el detalle de las operaciones denunciadas por la DGSCM e imputadas en el Oficio de Cargos y recogidas en sus referidos Anexos.

Adicionalmente, de acuerdo con el Oficio Reservado UI N°448-2025, el Fiscal requirió a la BCS informar respecto de A&C: i.) el uso de *softwares*, redes o canales de ruteo directo de la Bolsa para el ingreso de sus órdenes de compraventa de acciones y los contratos y anexos respectivos; y, ii.) los equipos contratados. Mediante Respuesta de fecha 24 de abril de 2025, la BCS informó que A&C mantiene un contrato de servicios de terminales de negociación para el ruteo directo de órdenes al mercado de Renta Variable de la BCS y tiene contratados dos terminales de ruteo y dos cuentas de contingencia instalados en sus oficinas ubicadas en Carmencita N°290, Las Condes.

El Fiscal citó a declarar al Sr. Alejandro Parraguez Botello, uno de los propietarios y gerente general de A&C. En lo relevante, según acta de declaración de 9 de julio de 2025, consultado “*para que indique cuál es la finalidad de ingresar una orden de compra o venta con un precio y volumen determinado para luego eliminarla que se transe y casi simultáneamente, ingresar en el lado opuesto del libro una nueva orden a un precio igual al de la orden eliminada y que termina siendo ejecutada*”, exhibiéndole tres casos de secuencias realizadas con el título CENCOSUD en 2022, título ANDINA B en 2023 y título CMPC en 2023, respondió:

***“R. No logro entender, o ver una razón específica. No podría decir, no sé por qué se hizo así.*”**



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

¿Los trader, Cayupi y García tiene experiencia para hacer estas operaciones así de rápido?

*Supongo que sí, porque **esto es con las manos, no es con máquinas**, Tendría que hacer una prueba, no son personas ancianas, por lo que podrían. No lo podría calificar.*

Yo no tengo una explicación respecto de la operación. Puede ser que una persona cambie de opinión y que pase de comprar a vender”.

Es decir, si bien el gerente general y propietario de A&C no explica la razón o finalidad de la secuencia de operaciones realizadas, no desconoció la existencia de la maniobra efectuada y que fue realizada manualmente por los *traders* de A&C.

A continuación, se citó a declarar al Sr. Sebastián García, *trader* de A&C. En lo que interesa, según declaración de 11 de julio de 2025, consultado “Para que indique si en el periodo 2021-2024, ha ingresado órdenes y luego en un breve periodo de tiempo (segundos o milisegundo) las ha cancelado sin que dichas órdenes se ejecuten, respecto de un número elevado de órdenes de compra o venta para una misma acción. Si es así, para que explique la lógica de dicha práctica”, respondió:

“R. Si, lo he hecho, he ingresado y luego en un breve periodo de tiempo las he cancelado. No entiendo a lo que se refieren a un número elevado de órdenes.

Cuando hay rebalanceos, hay mayor spread y volumen, y ahí puede ser que ingrese y cancele órdenes, pero eso se ve cuando hay volumen, que uno ingresa y cancela órdenes. Esto es continuo, y las máquinas generalmente ajustan, uno trata de avanzar sobre el algoritmo”.

Por tanto, el *trader* de A&C reconoció que había ingresado órdenes de compra o venta de acciones y que las había cancelado en un breve tiempo.

A continuación, consultado sobre el motivo de las cancelaciones de órdenes, en específico “para que indique cuál es la finalidad de ingresar una orden de compra o venta con un precio y volumen determinado, para luego eliminarla que se transe y casi simultáneamente, ingresar en el lado opuesto del libro una nueva orden a un precio igual al de la orden eliminada y que termina siendo ejecutada”, exhibiéndole tres casos de secuencias realizadas por A&C con el título CENCOSUD en 2022, título ANDINA B en 2023 y título CMPC en 2023, respondió:

“...La primera intervención, de ingresar y eliminar, el propósito o lógica, seguramente me puse comprando y una máquina se puso un centavo arriba, y por eso la eliminé, entonces yo estoy buscando donde hay volumen, dónde puedo participar, luego la modifico, porque hay una máquina participando, independiente del precio en que me ponga.

Por ejemplo, si yo me pongo a vender a 1342, yo tanteo para buscar información, y si después elimino o cancelo, es parte del día a día, y yo tengo la desventaja que debo hacerlo manualmente, y las máquinas son más rápidas. Las máquinas van participando de acuerdo con el volumen que están viendo, por eso yo estoy



buscando otra cosa, estoy buscando hacer trading de 7 días, porque es un negocio que se ha resentido mucho.

Yo en este caso quería vender, y puse la orden, y luego se puso el algoritmo, y por eso la cancelé. Básicamente, yo estoy buscando mercado, yo trato de hacer negocio, las máquinas no tienen espíritu de comprar o vender, por eso ahí una máquina se pone a vender y por eso yo pongo la orden al otro lado, esto es parte del mercado, y así funciona, si no debería eliminarse las máquinas.

Aquí el fin de la operación es buscar el spread en una competencia donde se obtenga la mayor ganancia, buscar vender o comprar a niveles bajos. En este caso, el objetivo sería bajar el spread, viendo el riesgo que se puede correr, mirando estudios, gráficos, etc...

...Eventualmente se podría disminuir el spread con una operación de una acción, pero esto es explorativo, dependiendo de la respuesta del robot. Antes se podía hacer en el 2018, pasaba y pasaba mucho, hoy en día las máquinas se han mejorado, y ya no responden a eso, es toda una adaptación, y las máquinas son eficientes, y el volumen va a depender de muchos factores..."

En este orden de ideas, la finalidad de ingresar órdenes de compra y venta y cancelarlas en un breve tiempo, de acuerdo con el *trader* de A&C fue buscar información y conseguir *spread* a fin de vender o comprar acciones a niveles bajos, cuando un tercero inversionista, que funciona a través de un algoritmo, robot o máquina, reacciona ante esa orden.

Después, se citó a declarar al Sr. Cristián Cayupi Silva, *trader* de A&C. En declaración de fecha de 17 de julio de 2025, se le preguntó: *"para que indique si recuerda la siguiente operación y puede señalar cuál es la finalidad de ingresar una orden de compra o venta con un precio y volumen determinado, para luego eliminarla antes que se transe y casi simultáneamente, ingresar en el lado opuesto del libro una nueva orden a un precio igual al de la orden eliminada y que termina siendo ejecutada"* exhibiéndole dos casos de secuencias realizadas con el título ANDINA B en 2023 y título CENCOSHOPP en 2022, a lo que respondió:

"No recuerdo esta transacción. No recuerdo las transacciones, no sé si las órdenes de una acción se hace o no. Y no sé si esto es una práctica.

(...)

Esto yo creo que está malo, porque la Bolsa te da para poner visible el 10% y acá no es el 10%, yo creo que la fuente está mala. Yo no recuerdo transacciones específicas.

Yo elimino si me equivoco o sube el precio.

Yo hago intraday, mis cambios se deben a los cambios en los spread. Mi función es vender caro y comprar barato

No recuerdo que haga esto, ni ayer ni anteayer, no lo hago así."

En este caso, el testigo sostuvo reiteradamente que no recuerda las órdenes y transacciones exhibidas y, por tanto, no señaló una explicación de la maniobra de A&C.



Por último, se citó a declarar al Sr. Thomas Filipek Carvalho, *trader* de A&C. En declaración de fecha 1 de agosto de 2025, se le consultó: “*Se ha observado que reiteradamente en un día -en varias ocasiones más de 50 veces al día y en algunas ocasiones sobre 100 veces-, con el usuario ASEINVAYC02@1974002-100 se ingresaba una orden de compra o venta con un precio y volumen determinado, la que se eliminaba después que un tercero igualara o mejorara ese precio, para luego ingresar a continuación en el lado opuesto del libro una nueva orden que calza la orden del tercero que igualó o mejoró el precio de la orden eliminada. Además, se ha identificado el uso de órdenes de cantidad una acción. Para que explique este tipo de operaciones. A continuación, se exhiben algunas operatorias de A&C realizadas en el periodo 2021-2024*”, a lo que respondió:

“... Porque se está jugando con un robot, es para saber el precio, y se ingresa inmediatamente al otro lado del libro, esto podría ser, dentro del offer y el bid. Y es necesario eliminar porque no se puede comprar y vender uno mismo. El sistema no lo deja, hay que eliminar, para poder calzar. En estos casos puede ser que uno ingrese la orden para que el robot me siga...”

“... Yo creo que esto lo dice la misma lógica, uno tiene que investigar el mercado y tantearlo. Esto de las órdenes de una acción yo lo hago todos los días esto para ver la cancha (Bid y Offer: en este caso 830 y 850) ver si hay robots y maximizar la utilidad con los robots.

Hoy en día es más difícil hacer esto ya que los robots están más hábiles...”

De este modo, el *trader* de A&C antes individualizado reconoció que la finalidad de ingresar órdenes y cancelarlas inmediatamente fue para conocer el precio al que los robots estaban dispuestos a vender o comprar también, y para que dichos robots siguieran la oferta de compra o venta realizada por A&C que fue cancelada. A su vez, reconoció que, logrado el objetivo, cancelaba la orden a fin de poder calzar aquella realizada por los robots.

Del examen de los antecedentes anteriormente consignados, es posible advertir que entre el 13 de marzo de 2022 y el 12 de septiembre de 2024, la Investigada buscó y logró hacer variar artificialmente el precio de acciones en **34.038** casos de cotizaciones llevadas a cabo en la BCS, toda vez que se ha acreditado que llevó a cabo una maniobra destinada a ingresar órdenes señuelos de compra o venta de acciones, sin intención de que fueren calzadas, sino con la única finalidad de que la orden señuelo de compra o venta fuere igualada o mejorada por una contraparte, momento en el cual procedía a cancelar la orden señuelo en un breve tiempo (segundos).

De este modo, una vez cancelada la orden señuelo y, habiendo sido igualada o mejorado su precio por un tercero, la Investigada procedió inmediatamente a ingresar una orden contraria, materializando una operación de compraventa de acciones en la BCS, a un mejor precio para A&C, lo que le permitió beneficiarse de la distorsión creada por la orden señuelo.

La maniobra de la Investigada se puede ilustrar en la siguiente secuencia, en la cual las filas son el precio y las columnas la cantidad de acciones:

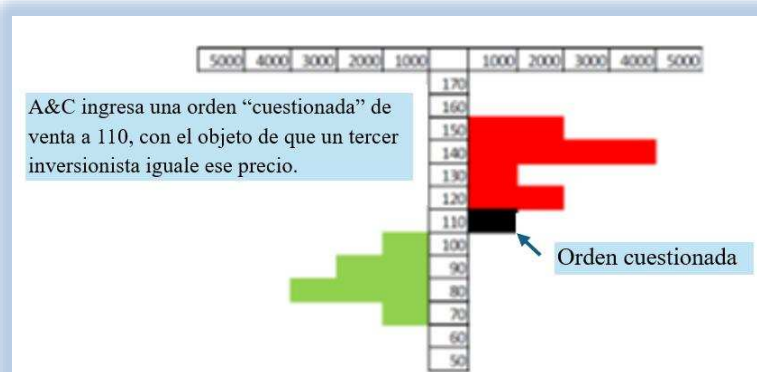
Paso 1: Objetivo de A&C es comprar a un precio menor que la mejor oferta de venta cuyo precio es 120.



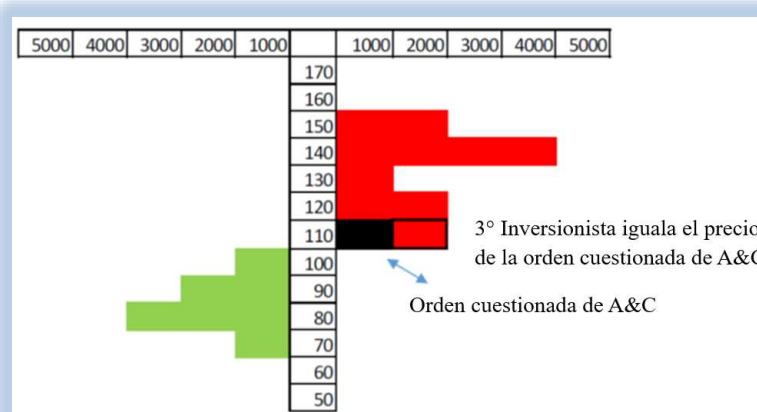
Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551



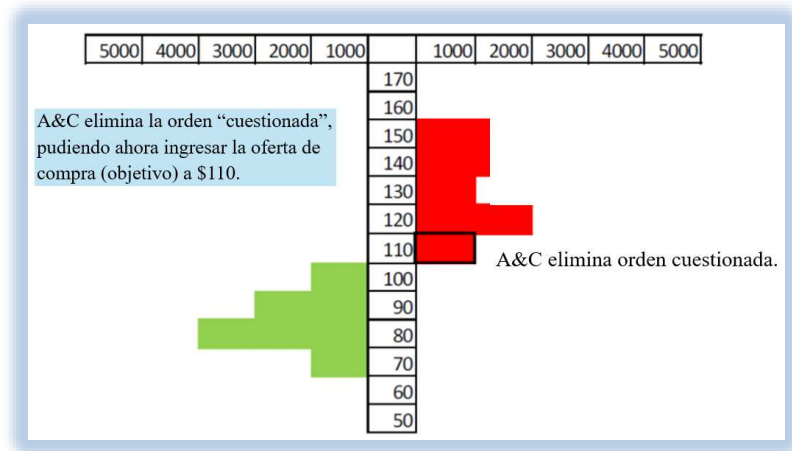
Paso 2: A&C ingresa una postura de venta simulada (cotización ficticia), en específico, una orden señuelo de venta por un precio de 110 con el objeto de manipular artificialmente el precio.



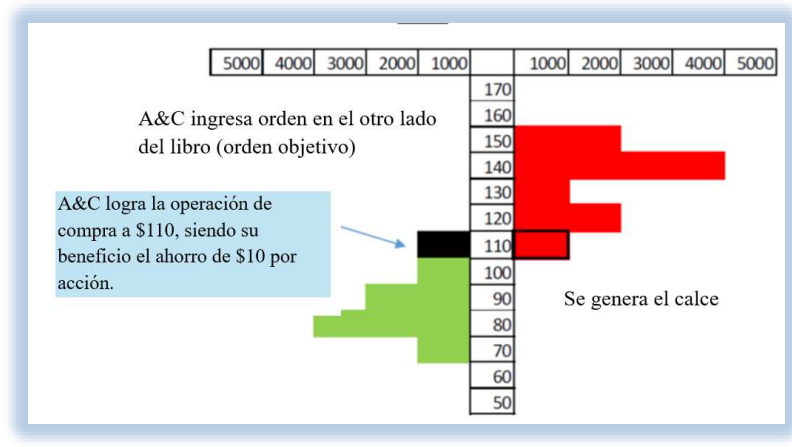
Paso 3: El mercado reacciona y un inversionista iguala la orden señuelo de venta de A&C por un precio de 110.



Paso 4: A&C cancela la postura de compra simulada, a fin de evitar ser calzada, pues su única finalidad fue hacer variar artificialmente el precio.



Paso 5: A&C ingresa una orden contraria a la postura cancelada y con ello logra su objetivo, pues compra a un menor precio que fue manipulado artificialmente a través de la orden señuelo (cotización ficticia).



A modo ejemplar, de la prueba rendida se puede observar la siguiente cotización ficticia y secuencia manipulativa realizada por la Investigada en la BCS, con el título CENCOSUD:

1. **Mejor oferta de venta de un tercero:** Con fecha 14 de marzo de 2022 y, previo al ingreso de la orden de venta señuelo de A&C, para la acción CENCOSUD el mejor precio de venta era de **\$1.459,5**.
2. **Orden de venta señuelo/manipuladora de A&C:** A las **10:22:11.347047 horas**, A&C a través de su terminal de acceso directo al mercado y de su usuario ASEINVAYC01@1974001-100, ingresó una orden de venta señuelo (N°ord2207344684) al mejor precio de **\$1.450,6**, por una cantidad de 2.900 acciones todas visibles. Con el ingreso de la orden señuelo, A&C redujo el diferencial de los mejores precios de compra y venta de \$10,4 a \$1,5, esto es, una disminución del 85.5%.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

3. **Oferta de venta respuesta/manipulada 1:** Posteriormente, a las **10:22:12.326068 horas**, un tercero inversionista modificó su orden de venta (N°ord2207344630), esto es, una orden respuesta de venta, reduciendo su precio a **\$1.450,6** e igualando, por tanto, el precio de la orden señuelo. Esta orden respuesta era de cantidad de 10.746 acciones (visibles 5.253).
4. **Oferta de venta respuesta/manipulada 2:** A las **10:22:12.327051 horas**, un tercero inversionista modificó su orden de venta (N°ord2207344503), esto es, una orden respuesta de venta, reduciendo su precio a **\$1.450,6** e igualando el precio de la orden señuelo. Esta orden respuesta era de cantidad de 4.426 acciones (visibles 2.160).
5. **Oferta de venta respuesta/manipulada 3:** A las **10:22:12.327490 horas**, un tercero inversionista modificó su orden de venta (N°ord2207344682), esto es, una orden respuesta de venta, reduciendo su precio a **\$1.450,6** e igualando el precio de la orden señuelo. Esta orden respuesta era de cantidad de 152 acciones (visibles 73).
6. **Oferta de venta respuesta/manipulada 4:** A las **10:22:12.330730 horas**, un tercero inversionista modificó su orden de venta (N°ord2207344545), esto es, una orden respuesta de venta, reduciendo su precio a **\$1.450,6** e igualando el precio de la orden señuelo. Esta orden respuesta era de cantidad de 27 acciones (visibles 11).
7. **Cancelación orden de venta señuelo de A&C:** Luego, a las **10:22:12.854435 horas**, A&C eliminó la orden señuelo manipuladora.
8. **Órdenes de compra de A&C:** A continuación, a las **10:22:14.192074 horas**, a través del mismo usuario, A&C ingresó una orden de compra (N°ord2207344687), -su orden objetivo-, a un precio de **\$1.450,6** por una cantidad de 7.486 acciones (visibles todas), calzando las primeras 3 órdenes de respuesta de terceros inversionistas. Y, a las **10:22:17.672878 horas**, A&C ingresó una nueva orden de compra (N°ord2207344693), -segunda orden objetivo-, a un precio de **\$1.450,6** por una cantidad de 5.793 acciones (visibles todas), de las que calzó 3.580 acciones, extinguiendo los remanentes de las órdenes de respuesta de terceros inversionistas, que en el intertanto habían sido calzadas parcialmente por órdenes de compra de terceros.
9. **Beneficio obtenido por A&C:** Como consecuencia de la cotización ficticia y la secuencia manipulativa antes referidas, A&C obtuvo un beneficio indebido en esa operación específica de \$98.487,4.-, considerando que si hubiese comprado 11.066 acciones CENCOSUD por un precio de 1.459,5 por acción, esto es, la última mejor oferta real y genuina en la BCS, la compraventa hubiese sido por \$16.150.827.-, no obstante, como consecuencia de la orden manipuladora, logró obtener un precio generado artificialmente de 1.450,6 por acción y, por tanto, compró la misma cantidad de acciones por un precio menor de \$16.052.339,6.-

De acuerdo con los logs de la BCS, cuyas ofertas y operaciones de A&C se encuentran en los Anexos contenidos en el Archivo Digital N°1, Archivo Digital N°3, Archivo Digital N°8 y Archivo Digital N°9, es posible advertir que la secuencia referida al título CENCOSUD en 14 de marzo de 2022 fue reiterada por la Investigada en **34.038** casos en distintos títulos accionarios que ahí se consignan, pudiendo ingresar las órdenes señuelos en la parte de compra o venta del libro y según las modalidades antes explicadas..

Sobre el particular, el artículo 53 inciso 1° de la LMV prohíbe la cotización ficticia, protegiendo de esa forma la veracidad y autenticidad de la información del mercado



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

incorporada al sistema bursátil, en lo pertinente, la fe pública y la confianza de los inversionistas en que las ofertas exhibidas obedecen a una intención real de ser calzadas, y no una mera apariencia.

Sin embargo, los antecedentes incorporados a este Procedimiento Sancionatorio dan cuenta de un patrón de la Investigada, consistente, reiterado y extendido en el tiempo de ingresos y cancelaciones de órdenes en un breve tiempo (segundos) sin voluntad de calce en el sistema de la BCS.

En este orden de ideas, las declaraciones testimoniales de los *traders* de A&C, los Sres. García y Filipek, son contestes que el propósito de las órdenes materia de este Procedimiento Sancionatorio no fue ejecutarlas ni materializarlas, sino en cambio, para que un tercero igualara o mejorara ese precio y buscar la reacción de contrapartes en la BCS.

Ello implica que se introdujo una señal falsa al mercado, esto es, una postura de compra o de venta que fue fingida, pues la Investigada no tuvo intención que su postura fuera calzada a fin de materializarla, es decir, nunca pretendió comprar o vender las acciones materia de sus cotizaciones.

Por el contrario, la requerida autenticidad de la cotización bursátil como información pública fidedigna fue pasada por alto en el caso de marras, pues las órdenes de compra o venta no cumplieron su función económica en el Mercado, considerando que no existía intención real de vender o comprar, sino en cambio, su verdadera finalidad fue servir de señuelo con el objeto de que un tercero igualara o mejorara el precio de la postura de A&C, derivando en una manipulación del precio.

De esta manera, la acreditación de las cotizaciones ficticias y manipulación de precio consta en registros objetivos e inalterables del sistema bursátil, con estampas de tiempo concretas:

- (i) el ingreso de órdenes de compra o venta que no tienen por objetivo su calce;
- (ii) su vigencia brevísima, medida en segundos;
- (iii) la tasa de cancelaciones realizadas por la Investigada; y
- (iv) que la cancelación se gatilla precisamente cuando un tercero iguala o mejora el precio de la postura señuelo.

Así, quien realmente quiere comprar o vender no retira sistemáticamente su orden en el momento en que el mercado busca calzarla.

De esta forma, se concluye que efectivamente las órdenes se ingresaron sin intención de ejecutarlas, es decir, constituyen cotizaciones ficticias en los términos del artículo 53 inciso 1° de la LMV, pues no cumplieron la función económica de mercado, ya que no hubo intención de vender o comprar, sino que sirvieron de señuelos.

En este caso, la reiteración del patrón confiere especial gravedad a la conclusión antes arribada, ya que se trata de una serie sistemática de cancelaciones gatilladas por la inminencia del calce con un patrón común.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

Por su parte, el artículo 52 inciso 1° de la LMV prohíbe la manipulación de precios, esto es, aquellas acciones ejecutadas con la finalidad de estabilizarlos, fijarlos o hacerlos variar artificialmente, tutelando de esa forma el mecanismo de libre formación de los precios.

Sin embargo, en la especie, la Investigada utilizó las cotizaciones ficticias como señuelos a fin de que el precio de la postura de A&C fuere igualado o mejorado por un tercero inversionista, es decir, un mecanismo de manipulación.

A continuación, una vez que la postura señuelo era igualada o mejorada por un tercero inversionista, la Investigada procedió a cancelarlas y ejecutar de forma casi simultánea o segundos después una orden en el lado opuesto del libro, llevando a cabo operaciones que se aprovecharon de la distorsión creada en el precio del valor.

De esta forma, las órdenes señuelos constituyen la acción manipulativa prohibida del artículo 52 inciso 1° de la LMV, dado que su finalidad fue alterar artificialmente en el precio en la forma precedentemente descrita.

En este sentido, la ejecución de operaciones contrarias a las cotizaciones canceladas, realizadas a precios favorecidos por el desplazamiento generado artificialmente por las órdenes señuelo (cotizaciones ficticias), con una correlación temporal sistemática entre el ingreso del señuelo, la reacción del mercado, la cancelación y la ejecución inversa, todos son hechos que permiten concluir a este Consejo que la repetición de la secuencia solo se explica por la intención de la Investigada de alterar el precio para transar en mejor posición, lo que no respondió a la libre interacción de los agentes.

De esa forma, la Investigada ingresó a la BCS órdenes de compra o venta sin fundamentos en la interacción genuinas de las fuerzas de oferta y demanda, sino encaminadas a afectar artificialmente los precios, esto es, a inducir a los inversionistas que igualaran o mejoraran el precio de la orden señuelo.

La anterior maniobra manipulativa de precios le reportó a la Investigada un beneficio de **M\$860.062.000.-** que corresponde a la diferencia entre el precio de la transacción efectivamente realizada por A&C y el mejor precio que operó antes de la orden señuelo o manipuladora cancelada, esto es, antes de la cotización ficticia.

5.5.) Por lo expuesto, se rechazarán los descargos.

6.) Que, los descargos de la defensa no logran desvirtuar lo precedentemente razonado.

6.1.) En cuanto a las alegaciones “II.1. Vicios del procedimiento”.

6.1.1.) Que, la Defensa de la Investigada sostuvo que la secuencia manipulativa descrita en el Oficio de Cargos dependería de que se configure una secuencia compuesta por una orden previa de un tercero, una orden cuestionada, una reacción del tercero, la eliminación o modificación de la orden cuestionada, el ingreso de la orden objeto y el calce entre esas dos últimas. Sin embargo, lo único que se habría puesto a disposición son las órdenes ingresadas, modificadas, eliminadas y calzadas por A&C, pero no constaría el detalle de las órdenes de los demás participantes del mercado que integrarían la secuencia manipulativa que se cuestiona.



6.1.2.) Que, en primer lugar, la alegación resulta improcedente en la forma que ha sido planteada, esto es, como un “*vicio del procedimiento*”, pues según consta en el expediente administrativo la Investigada no impugnó la legalidad o validez de los actos administrativos del Fiscal mediante los cuales agregó los medios probatorios, ya sea conforme al recurso de reposición administrativo del artículo 69 del DL 3.538 o el reclamo de ilegalidad judicial del artículo 70 del mismo cuerpo legal.

Luego, el derecho de la Investigada para recurrir en contra de la legalidad de los actos del Fiscal precluyó, pues no impugnó su validez en la oportunidad legal respectiva, mediante las herramientas procesales que provee el ordenamiento jurídico, convalidando su licitud y legitimándolo en esa forma.

Por lo demás, debe considerarse que de conformidad con lo dispuesto en el artículo 49 del DL 3.538, en relación con el artículo 35 de la Ley 19.880, en esta instancia administrativa es procedente “*cualquier medio de prueba admisible en derecho*”. Sin embargo, según se razonó, no se impugnaron los actos administrativos mediante los cuales se agregaron e los medios probatorios al expediente administrativo, ni tampoco se invocó una causal de por qué la prueba rendida podría estimarse ilícita en opinión de la defensa, por lo que el descargo no podrá prosperar.

6.1.2.) Que, por su parte, respecto de los archivos Excel que contienen la recopilación de los *logs* de la BCS y en el que constan las ofertas y operaciones bursátiles materia del Oficio de Cargos -según dan cuenta los Anexos contenidos en los Archivos Digitales N°1, 3, 8 y 9, cabe señalar que la Defensa no identificó ni especificó cuáles serían supuestamente las cotizaciones u operaciones que no se habrían llevado a cabo en la Bolsa y que serían inexistentes o que no habrían sido registradas adecuadamente en el archivo Excel, por lo que el descargo carece de precisión y, por ende, de la capacidad de dar cuenta del supuesto defecto que acusa.

6.1.3.) Que, a mayor abundamiento, los medios de prueba aportados por el Fiscal de la Unidad de Investigación, tales como la información de las órdenes y operaciones de la Bolsa de Valores contenidas en los *logs* suministrados por la BCS y recopilada en los archivos Excel, así como la información remitida por las corredoras Tanner y BTG sobre la actividad, operaciones y facturas de compraventas de acciones realizadas por A&C, y las declaraciones de los *traders* de A&C, son todas concordantes en establecer la existencia de una orden señuelo de A&C, una reacción de un tercero igualando o mejorando dicho precio, la eliminación de la orden señuelo, el ingreso de la orden objetivo de A&C y el calce definitivo, materializándose una compraventa de acciones en la que A&C compró o vendió a un mejor precio que el que había antes de ingresar la orden señuelo.

Por lo anterior, se rechazará el descargo, pues la orden fue una cotización ficticia encaminada a manipular artificialmente el precio de las acciones.

6.1.4.) Que, debe tenerse en cuenta que, de la lectura del Oficio de Cargos, aparece de forma clara y precisa cuál es la persona investigada a la que se le imputó la infracción de los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la LMV.

Para tales efectos, en el Acápite V. “*Análisis*” del Oficio de Cargos, se explica en detalle cuáles operaciones habría realizado la Investigada a través de sus *traders* y que serían contrarias a las prohibiciones establecidas en la LMV.



Así, es posible advertir una serie antecedentes que sustentarían los cargos formulados y cuya finalidad es acreditar las cotizaciones ficticias y las acciones manipulativas de precio, y quien fue responsable de éstas.

A su vez, la Investigada evacuó sus descargos, en tiempo y forma, aportó antecedentes probatorios y efectuó alegaciones ante el Consejo de conformidad con el artículo 52 del DL 3.538.

Cabe además recalcar, que el expediente da cuenta de todos aquellos antecedentes que permiten configurar las infracciones imputadas, otorgando la posibilidad a la Defensa tanto de controvertirlos como de aportar otros antecedentes.

Por lo anterior, no se configura el supuesto perjuicio invocado por la Investigada en esta alegación, por cuanto sus defensas estuvieron orientadas directamente a controvertir los antecedentes de hecho y los fundamentos de derecho de los cargos formulados, lo que descarta cualquier hipótesis de lesión a su defensa.

6.1.5.) Que, en conclusión, el Consejo ha ponderado los medios de prueba que han sido aportados, evaluando su relación, pertinencia y concordancia.

6.1.6.) Que, en atención a lo expuesto, se rechazarán los descargos antes indicados.

6.2.) En cuanto a las alegaciones ***“II.2. Eximentes sustantivas de responsabilidad”***: ***“(a) Atipicidad”, “(b) Irretroactividad” y “(c) Error de prohibición invencible”***; y, ***“II.3. Desarrollo de los elementos que configuran los eximentes de responsabilidad invocadas”***: ***“(a) Elementos basales de los que se conoce como spoofing” y “(b) La propia autoridad entiende que el spoofing no se encuentra recogido como figura sancionable en la legislación chilena”***.

6.2.1.) Que, la defensa de la Investigada indica que la CMF habría manifestado públicamente en 2019 que la conducta descrita en el Oficio de Cargos y que sería conocida como *spoofing* no se encontraría recogida como una figura sancionable en la legislación chilena, refiriéndose al documento *“Propuestas de cambios legales para reducir abusos en el Mercado de Valores”* de 2019, que señala:



3.2. Ampliar el catálogo de abusos de mercado para explicitar otros tipos de prácticas abusivas

Se propone actualizar el catálogo de conductas de abusos de mercado sancionadas por la Ley de Mercado de Valores para incorporar figuras recogidas en la Directiva Europea de Abusos de Mercado. Por ejemplo, correspondería ampliar el concepto de manipulación de precios, para incluir en dicho ilícito quien realiza cualquier acción efectuada con el objeto de afectar artificialmente los precios de valores de oferta pública, y no solamente a través de la transacción de dichos valores, como sucede en la actualidad.

De igual modo, se estima necesario incorporar las conductas de abuso de mercado cuya operatoria es ingresar ofertas bursátiles sin la intención de ser calzadas (conocidas como *Spoofing* o *Layering*). El objetivo de estas ofertas manipuladoras es afectar el precio de la parte del libro en que son ingresadas y lograr el calce con una o más ofertas del otro lado del libro ingresadas por el manipulador. Con ello, el manipulador puede obtener un mejor precio para las transacciones que realiza.

Por lo anterior, y para fiscalizar de forma robusta dichos abusos, se propone:

Propuesta 3.2: *Modificar la Ley de Mercado de Valores para reconocer explícitamente tipologías adicionales de conductas de abuso de mercado en línea con la regulación comparada.*

6.2.2.) Que, respecto de la prohibición de manipular precios del artículo 52 inciso 1° de la LMV, es menester destacar después de la propuesta de la CMF de 2019, el artículo 52 de la LMV fue modificado el 13 de abril de 2021 por la Ley N°21.314, prohibiendo la manipulación de precios no solo a través de “*transacciones*”, sino a través de todo tipo de “*acción*” encaminada a afectar artificialmente el precio de los valores.

De lo expuesto, se sigue que, respecto de las órdenes ingresadas y canceladas sin intención de ejecución y realizadas con el objeto de hacer variar artificialmente el precio de los valores, no es posible sostener las alegaciones formuladas por la Defensa.

Ello, por cuanto a partir de la reforma de 13 de abril de 2021 no resulta posible sostener que la Investigada haya actuado amparada en la propuesta de la CMF de 2019, anterior a la modificación legislativa. A su vez, la reforma legislativa se encontraba plenamente vigente a la época de los hechos materia del Oficio de Cargos, esto es, entre el 13 de marzo de 2022 y 12 de septiembre de 2024.

Así, de acuerdo con el artículo 52 inciso 1° de la LMV, según su texto vigente a partir del 13 de abril de 2021 “*Es contrario a la presente ley la manipulación de precios, entendiendo por tal aquella acción que se efectúa con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de valores de oferta pública*”.

De este modo, la reforma amplió el concepto de manipulación de precios, incluyendo toda “*acción*” encaminada a afectar artificialmente el precio de valores de oferta pública.

Así, la orden señuelo, la orden manipulativa y la cotización ficticia, constituyen una “*acción*” en el sentido corriente y jurídico del término, y que, si se ingresan para afectar artificialmente el precio, constituyen una acción manipulativa de precios, prohibida.

A su vez, en cuanto a la alegación de irretroactividad, cabe señalar que, respecto de conductas ejecutadas desde el 13 de abril del 2021, el artículo 52 de la LMV es una Ley vigente, de modo que su aplicación no resulta retroactiva.



Por su parte, en cuanto al error de prohibición, éste resulta improcedente respecto de la Investigada quien opera regularmente en el mercado de valores, considerando que los agentes están sujetos a deberes de conocimiento de la regulación, por lo que no resulta atendible que invoquen la ignorancia de una prohibición legal.

Por tanto, es inexcusable que la Investigada, en su calidad de operador habitual en Bolsa y ya con casi un año de vigencia de la reforma legislativa, haya desconocido que las acciones para manipular el precio de valores de oferta pública estaban prohibidas.

Así, según consta en el Segundo Informe de la Comisión de Hacienda del Senado, de 28 de marzo de 2019, que contiene el texto de la modificación actual y vigente del artículo 52 de la LMV, la entonces Subsecretaria de Hacienda, doña Macarena Lobos, en la sesión de octubre de 2017, expresó:

*“Ampliación del delito de manipulación de precios, y facilitación de la actuación de market makers. Se amplía el concepto de manipulación de precios, para incluir en dicho ilícito a quien realiza **cualquier acción** efectuada con el objeto de afectar artificialmente los precios de valores de oferta pública, y no solamente a través de la transacción de dichos valores, como sucede en la actualidad”.*

En definitiva, la norma prohíbe toda acción manipulativa, lo que incluye variadas vías, por lo que el artículo 52 inciso 1° de la LMV cubre también las manipulaciones de precios a través de cotizaciones ficticias.

Por lo anterior, este descargo no podrá prosperar.

6.2.3.) Que, respecto de la prohibición de realizar cotizaciones ficticias del artículo 53 inciso 1° de la LMV, de la lectura de la “Propuestas de cambios legales para reducir abusos en el Mercado de Valores” de 2019, es posible advertir que lo que se expresa es “ampliar el concepto de manipulación de precios”, esto es, la figura prohibida en el artículo 52 inciso 1° de la LMV, sugiriendo reemplazar “transacciones” por “cualquier acción” a fin de ampliar las conductas de abuso de mercado, pero nada dice sobre el artículo 53 del mismo cuerpo legal según yerra la defensa de la Investigada.

Es decir, la propuesta no se extiende a las conductas prohibidas en el artículo 53 de la LMV, por lo que no se puede configurar la atipicidad, irretroactividad o error de prohibición invocadas respecto de dicha norma, la que siempre ha prohibido las cotizaciones y transacciones ficticias.

En este orden de ideas, considerando que una cotización de valores es una postura de compra o de venta de precio y cantidad de un instrumento financiero que ingresa al Mercado y mediante la cual se manifiesta una intención de transar, es dable concluir que la postura de compra o venta que no obedece a una intención real y genuina de transar es ficticia en los términos del artículo 53 de la LMV.

Así, lo que ha prohibido el artículo 53 inciso 1° de la LMV es precisamente la cotización ficticia, esto es, aquella que se realiza sin el ánimo de ejecutarla y, por tanto, no cumple su función económica porque no se pretende realmente ejecutar la compraventa de valores, lo que



se manifiesta en las órdenes de compra o venta que se realizan con la intención de cancelarlas antes de su ejecución.

Por tanto, se rechazará este descargo en relación con el artículo 53 inciso 1° de la LMV, pues las órdenes de compra o venta de valores que se ingresan al libro de órdenes con la intención de cancelarlas, dado que no se pretende ejecutarlas, son cotizaciones ficticias, lo que constituye una conducta prohibida por la LMV.

En consecuencia, no existen antecedentes que permitan sostener que la Investigada desconocía la prohibición de realizar cotizaciones ficticias de valores y de manipulaciones de precio.

6.2.4.) Que, en atención a lo anteriormente expuesto, se rechazarán los descargos antes referidos.

6.3.) En cuanto a la alegación “II.3. Los hechos no configuran las dos infracciones que imputa la CMF”: “c.i.) Falta de configuración del ilícito manipulativo descrito en el art. 52 de la LMV”.

6.3.1.) Que, la Defensa señaló que no habría habido intención de afectar artificialmente el precio. En este punto, afirmó que el Fiscal consideraría que cualquiera acción que provoque una reacción inmediata de un tercero en el libro de órdenes sería manipulación de precios. Sin embargo, la norma sancionaría la afectación artificial del precio como señal de Mercado, no tácticas agresivas.

Finalmente, expresó que se trataron de cotizaciones puntuales y específicas y que a diferencia de los casos convencionales de *spoofing* que a nivel comparado se asocian a negociación algorítmica o de alta frecuencia, sus operaciones habrían sido ejecutadas manualmente por sus operadores, sin el uso de programas.

6.3.2.) Que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 52 inciso 1° de la LMV se encuentra prohibido manipular el precio de valores de oferta pública en los siguientes términos:

“Es contrario a la presente ley la manipulación de precios, entendiendo por tal aquella acción que se efectúa con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de valores de oferta pública.”.

De este modo, lo que se proscribe es la manipulación de precios, definido como toda acción que se efectúa con la finalidad de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente el precio de valores.

En este punto, es relevante destacar que la manipulación de precios incluye cualquier “acción” efectuada con el objeto de afectar artificialmente los precios de valores.

Asimismo, la norma no exige un resultado, es decir, no requiere que la acción efectivamente incida en el precio, pues la conducta se consuma con la sola ejecución de una acción realizada con el objeto de afectar artificialmente el precio de los valores.

Es decir, lo que la norma sanciona es la ejecución de la acción con la finalidad manipulativa, no la obtención del efecto perseguido, ni que éste sea duradero.



En definitiva, la Investigada diseñó órdenes señuelos, sin la voluntad de calce y ejecución, para retirarlas posteriormente, una vez que lograron hacer variar artificialmente el precio.

Finalmente, la ejecución posterior de la operación de compraventa por la propia Investigada a mejores condiciones de precio, viene en confirmar la intención buscada del movimiento artificial del precio.

6.3.3.) Que, en atención a lo anteriormente expuesto, se rechazarán los descargos antes referidos.

6.4.) En cuanto a la alegación “II.3. Los hechos no configuran las dos infracciones que imputa la CMF”: “c.ii.) Los hechos no configuran una infracción al artículo 53 de la LMV”.

6.4.1.) Que, la Defensa señaló que las órdenes cuestionadas no serían ficticias porque eran visibles, ingresadas al Mercado, susceptibles de ser calzadas por terceros y producían consecuencias reales en el sistema de negociación.

6.4.2.) Que, el artículo 53 inciso 1° de la LMV prohíbe realizar cotizaciones o transacciones de valores ficticias en los siguientes términos:

“Es contrario a la presente ley efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor, ya sea que las transacciones se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas.”.

En este orden de ideas, la norma prohíbe efectuar cotizaciones o transacciones ficticias de valores, más allá de su consecuencia o resultado. Así, es ficticia la cotización que exhibe una orden de comprar o venta que no se pretende ejecutar o calzar, pues ello implica que la orden no es genuina y no cumple la función económica que se muestra al Mercado.

A su vez, la circunstancia que las órdenes señuelo hayan estado técnicamente expuestas a ser calzadas y ejecutadas, no es más que un riesgo de la estrategia que implementó la Investigada y que manipuló con la velocidad de cancelación declarada por sus *traders*.

Por lo demás, una de las características principales de las cotizaciones del caso de marras, para considerarlas ficticias, deviene en que más allá que pudieron haber sido calzadas, la Investigada siempre tuvo la intención de cancelarla antes de la ejecución.

En este punto y, según ya se razonó, en la especie hubo una tasa altísima de cancelación, y existió una correlación temporal entre el retiro de las posturas y las operaciones en la punta opuesta.

Por su parte, la alegación de la exigencia de concertación de puntas no resulta aplicable a la hipótesis de cotizaciones ficticias, tratándose de un acto que se consuma en el ingreso de la postura no genuina, sin voluntad de calce y, por lo mismo, sin contraparte alguna que concertar.

6.4.3.) Que, en atención a lo anteriormente expuesto, se rechazarán los descargos en esta parte.



IV.2.3. Análisis Descargos Subsidiarios: Elementos para determinar la sanción aplicable.

1.) Que, en subsidio, la Investigada solicitó que se ponderen los siguientes elementos para determinar la sanción aplicable:

1.1.) Gravedad: Afirmó que la conducta reprochada sería de alcance eminentemente microestructural, circunscrita a interacciones puntuales y de muy corta duración en el libro de órdenes. Agregó que las operaciones se habrían ejecutado en el mercado bursátil a través de canales formales, sin ocultamientos y con plena visibilidad para todos. Además, que durante 4 años las corredoras, la BCS y la CMF no habrían formulado una observación respecto de la forma en que se desarrollaban las operaciones. Concluye que las órdenes habrían sido ejecutadas manualmente por operadores de A&E en el Telepregón y que no habría utilizado algoritmos, programas informáticos ni *softwares* adicionales.

1.2.) Beneficio económico: Expresó que el cálculo del Fiscal partiría de la premisa de que el precio existente en la mejor punta del libro inmediatamente antes del ingreso de la orden cuestionada equivale al precio al que necesariamente se habría ejecutado la operación si dicha orden no hubiese existido. Pero, la mejor punta previa al ingreso de la orden cuestionada no pasaría de ser una fotografía instantánea del Mercado. Así no constituiría, por sí misma, una reconstrucción fiable del precio al que se habría ejecutado la operación en ausencia de la conducta objetada.

1.3.) Daño o riesgo: El Fiscal no desarrollaría explicación alguna acerca de cómo la operatoria habría incidido en precios de cierre, apertura, promedios, índices u otros *proxies* de Mercado, ni expondría un análisis que permita comprender cómo los hechos habrían generado una reacción imitativa extensa o un efecto de arrastre persistente sobre el mercado en su conjunto. Tampoco individualizaría un tercero afectado.

1.4.) Participación: Se imputaría a una persona jurídica por órdenes ingresadas por operadores con un ámbito de discrecionalidad y montos acotados.

1.5.) Sanciones previas: No se le han aplicado sanciones anteriores.

1.6.) Capacidad económica: Invocó un capital propio tributario \$52.076.561.-, según Formulario F22 Año Tributario 2025; y, que los activos totales de la sociedad al 31 de diciembre de 2024 alcanzarían \$69.305.731.-

1.7.) Casos similares: Señaló que no habría sanciones por *spoofing* o *layering*.

1.8.) Colaboración: Estimó que asistió al Fiscal de la UI durante la investigación entregando todos los antecedentes.

2.) En este punto, es menester destacar que la ponderación de las circunstancias para determinar el rango y monto específico de la sanción de multa corresponde a una atribución exclusiva y excluyente de este Consejo de la CMF.

De este modo, en el Acápito VI. de esta Resolución Sancionatoria, se contienen todas las consideraciones en relación a las circunstancias para la determinación del rango y monto específico de la multa que se resuelve aplicar, para lo cual, se ha tenido en cuenta cada uno de los criterios orientadores contemplados en el artículo 38 del DL 3.538, analizando para tales



efectos la prueba aparejada al Procedimiento Sancionatorio por el Fiscal y aquella rendida por la Investigada, así como la ponderación de todas sus alegaciones y defensas.

V. CONCLUSIONES

En la especie, entre el 13 de marzo de 2022 y el 12 de septiembre de 2024, la Investigada logró hacer variar artificialmente el precio de acciones en **34.038** cotizaciones en acciones llevadas a cabo en la BCS, toda vez que implementó una maniobra destinada a ingresar órdenes señuelos de compra o venta de acciones, sin intención de que fueren calzadas, sino con la finalidad de que la orden señuelo de compra o venta fuere igualada o mejorada por un tercero inversionista, momento en el cual procedía a cancelar la orden señuelo en un breve tiempo (segundos).

A continuación, y tan pronto era cancelada la orden señuelo e igualado o mejorado su precio por un tercero inversionista, la Investigada procedió inmediatamente a ingresar una orden contraria, materializando una operación de compraventa de acciones en la BCS que le permitió beneficiarse de la distorsión creada por la orden señuelo.

Este esquema fue reiterado por la Investigada en **34.038** casos en distintos títulos accionarios, para manipular el precio de las acciones utilizando cotizaciones ficticias.

Sobre el particular, el artículo 53 inciso 1° de la LMV, prohíbe la cotización ficticia, protegiendo de esa forma la veracidad y autenticidad de la información de Mercado incorporada al sistema bursátil -en lo pertinente, la fe pública y la confianza de los inversionistas en que las posturas exhibidas en el libro de órdenes expresan un interés negocial real.

Sin embargo, los antecedentes incorporados a este Procedimiento Sancionatorio dan cuenta de un patrón consistente, reiterado y extendido en el tiempo, por parte de la Investigada, de ingresos y cancelaciones de órdenes en un breve tiempo (segundos) sin voluntad de calce en el sistema bursátil de la BCS.

Ello implica que se introdujo una señal falsa al Mercado, esto es, una postura de compra o de venta que fue fingida, pues la Investigada no tuvo intención que su postura fuere calzada a fin de ejecutarla y materializarla, es decir, nunca pretendió comprar o vender las acciones materia de sus cotizaciones.

Por el contrario, la autenticidad de la cotización bursátil como información pública fidedigna fue pasada por alto en el caso de marras, pues las órdenes de compra o venta no cumplieron su función económica, considerando que no existía intención real de vender o comprar, sino en cambio, su verdadera finalidad fue servir de señuelo con el objeto de que un tercero inversionista igualara o mejorara el precio de la postura de A&C.

De esta manera, la acreditación de las cotizaciones ficticias consta en registros objetivos e inalterables del sistema bursátil, con estampas de tiempo concretas:

- (i) la reiteración de órdenes de compra o venta cuyo objetivo no era su calce.
- (ii) su vigencia brevísima, medida en segundos;



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

(iii) la tasa de cancelaciones realizadas por la Investigada; y

(iv) que la cancelación se gatilla precisamente cuando un tercero iguala o mejora el precio de la postura señuelo.

Así, quien realmente quiere comprar o vender no retira sistemáticamente su orden en el momento exacto en que el Mercado la puede calzar.

De esta forma, se concluye que efectivamente las órdenes se ingresaron sin intención de ejecutarlas, es decir, constituyen cotizaciones ficticias en los términos del artículo 53 inciso 1° de la LMV, pues no hubo intención de vender o comprar, sino que sirvieron de señuelos.

En este caso, la reiteración del patrón confiere especial gravedad a la conclusión antes arribada.

Por su parte, el artículo 52 inciso 1° de la LMV prohíbe la manipulación de precios, esto es, aquellas acciones ejecutadas con la finalidad de estabilizarlos, fijarlos o hacerlos variar artificialmente, tutelando de esa forma el mecanismo de libre formación de los precios.

Sin embargo, la Investigada utilizó las cotizaciones ficticias como señuelos a fin de que el precio de la postura de A&C fuere igualado o mejorado por un tercero inversionista.

A continuación, una vez que la postura señuelo era igualada o mejorada por un tercero, la Investigada procedió a cancelarlas y ejecutar de forma casi simultánea o segundos después una orden en el lado opuesto del libro, materializando operaciones reales que le permitieron beneficiarse de la distorsión creada.

De esta forma, las órdenes señuelos constituyen la acción manipulativa prohibida por el artículo 52 inciso 1° de la LMV, dado que su finalidad fue incidir artificialmente en el precio en la forma precedentemente descrita.

En este sentido, la ejecución de operaciones contrarias a la postura, a precios favorecidos por el desplazamiento generado artificialmente por las órdenes señuelo (cotizaciones ficticias), con una correlación temporal sistemática entre el ingreso del señuelo, la reacción del Mercado, la cancelación y la ejecución inversa, todos son hechos que permiten concluir a este Consejo que la repetición de la secuencia solo se explica por el designio de la Investigada de manipular el precio para transar en mejor posición, lo que no respondió a la libre interacción de los agentes de Mercado.

De esa forma, la Investigada ingresó a la BCS órdenes de compra o venta encaminadas a afectar artificialmente los precios, esto es, a inducir a los inversionistas que igualaran o mejoraran el precio de la orden señuelo.

La anterior maniobra manipulativa de precios, le reportó a la Investigada un beneficio de **M\$860.062.000-**, que corresponde a la diferencia entre el precio de la transacción efectivamente realizada por A&C y el mejor precio que operó antes de la orden señuelo o manipuladora cancelada, esto es, antes de la cotización ficticia.



VI. DECISIÓN

1. Que, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero ha considerado todas las presentaciones, antecedentes y pruebas contenidas en el Procedimiento Sancionatorio, llegando al convencimiento que **Asesorías e Inversiones A&C SPA** ha incurrido en la siguiente infracción:

*Infracción grave y reiterada a las prohibiciones establecidas en los artículos 52 inciso primero y 53 inciso primero de la Ley de Mercado de Valores toda vez que **Asesorías e Inversiones A&C SPA** en el período comprendido **13 de marzo de 2022 y el 12 de septiembre de 2024**, realizó múltiples y reiteradas cotizaciones ficticias con el objeto de hacer variar artificialmente los precios en **34.038** casos de operaciones en acciones llevadas a cabo en la Bolsa de Comercio de Santiago, lo que le reportó un beneficio de **M\$860.062.-**.*

2. Que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 61 del DL 3.538, no se sancionarán los hechos anteriores al **13 de marzo de 2022**.

3. Que, para determinar el monto de la sanción que se resuelve aplicar, además de la ponderación de todos los antecedentes incluidos en esta instancia administrativa, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero ha tenido en consideración los criterios orientadores que establece la legislación aplicable a este Procedimiento Sancionatorio, especialmente:

3.1. La gravedad de la conducta:

Las prohibiciones contempladas en el Título VIII de la Ley de Mercado de Valores apuntan a mantener un Mercado íntegro, equitativo, ordenado y transparente, de modo de promover la difusión amplia de información y fomentar la correcta conducta de sus actores, inversionistas y demás intervinientes, previniendo actos, prácticas y mecanismos engañosos o fraudulentos, con el objeto de proteger la confianza de los inversionistas en el Mercado de Capitales y fomentar la inversión.

Así, resulta fundamental fiscalizar y sancionar la ocurrencia de las conductas más perniciosas y dañinas para el Mercado de Valores como lo son la falsedad o asimetría de la información, la manipulación de precios y los conflictos de intereses.

De esta forma, en el caso de marras, habiéndose constatado una infracción de carácter gravísimo, a esta Comisión le corresponde recurrir a la imposición de una multa con miras -entre otros fines- a desincentivar la conducta incurrida por la Investigada y restablecer, la confianza de los inversionistas, propendiendo al fortalecimiento y desarrollo de un Mercado transparente.

Sobre el particular, el artículo 53 inciso 1° de la LMV prohíbe las cotizaciones ficticias, esto es, una señal falsa o fingida de postura de compra o venta de valores que no cumple su función económica. Es importante consignar que el carácter de verdadera o ficticia de una cotización u operación no está determinado por la materialidad de los documentos que dan cuenta de ellas, sino que dice relación con su sentido económico y finalidad perseguida para efectuarlas.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

De este modo, la norma citada protege, entre otros, la veracidad y autenticidad de la información de Mercado que se incorpora al sistema bursátil -en el caso de marras, resguardar la fe pública y la confianza de los inversionistas en que las posturas exhibidas en el libro de órdenes expresan un interés comercial real en la Bolsa de Comercio de Santiago-, y cuya infracción se consuma con la sola creación de la apariencia.

No obstante, la Investigada realizó **cotizaciones ficticias** en la Bolsa de Comercio de Santiago. En este punto, los antecedentes dan cuenta de un patrón de órdenes de compra o venta de acciones efectuadas por A&C que fueron consistentemente canceladas por ésta en un breve tiempo (segundos) y que, por tanto, nunca tuvo la intención de ejecutarlas, por lo que su función económica nunca fue real, sino en cambio, su propósito fue servir como una orden señuelo a fin de manipular el precio de acciones, lo que se estima gravísimo.

En efecto y, en relación con lo anterior, el artículo 52 inciso 1° de la LMV prohíbe la manipulación de precios, en específico, cualquier acción realizada con la finalidad de afectar el precio de valores de oferta pública.

En este punto, debe considerarse que dicha norma tutela el mecanismo de libre formación de los precios, castigando cualquier acción destinada a estabilizar, fijar o hacerlos variar artificialmente.

Sin embargo, la Investigada ingresó en el libro de órdenes señuelos de posturas de compra o venta, con el objeto de hacer variar artificialmente el precio de las acciones, sin voluntad de calce, pues las cancelaba al breve tiempo a fin de que otro actor igualara o mejorara dicha oferta. A su vez, en el lado opuesto de libro, la Investigada efectuó operaciones que se beneficiaron de la distorsión creada por las órdenes canceladas.

Lo anterior, da cuenta que la Investigada realizó reiteradas y múltiples acciones destinadas a alterar artificialmente en el precio de acciones y que, por tanto, no obedecieron a las fuerzas genuinas de demanda y oferta, sino que, por el contrario, introdujo un elemento artificial en el Mercado, en específico, una postura de compra o venta señuelo sin la intención de que fuera calzada y que no pretendía ejecutar, lo que es gravísimo, atendida la envergadura del caso de marras considerando la extensión de la conducta infraccional y la cantidad de casos reprochados.

3.2. El beneficio económico obtenido con motivo de la infracción, en caso de que lo hubiere:

Que, del examen de los antecedentes aportados a esta instancia administrativa, es posible concluir que, en las **34.038** operaciones, la Investigada obtuvo un beneficio económico de **\$860.062.000.-**, que corresponde a la diferencia entre el precio de la transacción efectivamente realizada por A&C y el mejor precio que operó antes de la orden señuelo o manipuladora cancelada, esto es, antes de la cotización ficticia.

3.3. El daño o riesgo causado al correcto funcionamiento del Mercado Financiero, a la fe pública y a los intereses de los perjudicados con la infracción:



El correcto desarrollo, funcionamiento y estabilidad del Mercado de Valores, descansa en la integridad del mecanismo de formación de precios y la fe pública, como presupuestos de la función de asignación de recursos que la ley le asigna.

Sin embargo, la realización de las cotizaciones ficticias reprochadas, su reiteración y extensión en el tiempo ponen en riesgo el correcto funcionamiento del Mercado de Valores, lo que ha incidido en la confianza y transparencia que se deposita en él, situación que la prohibición del artículo 53 inciso 1° de la LMV precisamente ha buscado evitar.

Por su parte, las manipulaciones de precios realizadas por la Investigada han vulnerado la fe pública y la formación de los precios, afectando la confianza de los inversionistas, pues ello implicó que en las operaciones reprochadas no se reflejó una interacción genuina de las fuerzas de oferta y demanda, pasando por alto lo dispuesto en el artículo 52 inciso 1° de la LMV.

Dicha conducta puede afectar los intereses de los inversionistas que respondieron a una oferta de venta o compra de acciones que no obedeció a una orden real, sino a una cotización ficticia encaminada a alterar artificialmente el precio de tales valores.

En definitiva, un Mercado de Valores íntegro, equitativo, eficiente y transparente debe ser protegido, para su desarrollo y estabilidad, particularmente de conductas como las desplegadas por la Investigada, que lesionan la confianza en los mecanismos de transacción.

3.4. La participación de los infractores en la misma:

No se ha desvirtuado la participación directa que cabe a la Investigada en las infracciones imputadas, dado que ésta fue quien operó en la Bolsa.

3.5. El haber sido sancionado previamente por infracciones a las normas sometidas a su fiscalización:

Que, de acuerdo con la información que consta en esta Comisión, no se registran sanciones previas aplicadas a la Investigada.

3.6. La capacidad económica de los infractores:

La defensa afirmó que al cierre del ejercicio 2024, el capital propio tributario ascendería a \$52.076.561.-, según constaría del Formulario F22 del S.I.I. correspondiente al Año Tributario 2025; y, que los activos totales de la sociedad al 31 de diciembre de 2024 alcanzarían los \$69.305.731 según un documento que denomina “Balance de A&C SpA al 31 de diciembre de 2024”.

En este punto, no debe soslayarse que ambos documentos son generados con información que suministra la propia Investigada, esto es, la declaración ante el S.I.I.; y un “balance” propio que emana de la misma parte que lo invoca.

A su vez, sin perjuicio que se considerarán los antecedentes en su mérito, en definitiva, la capacidad económica será ponderada junto a los otros criterios orientadores establecidos por el legislador.

3.7. Las sanciones aplicadas con anterioridad por esta Comisión en similares circunstancias:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

Que, de acuerdo con la información que consta en esta Comisión, se registran las siguientes sanciones por infracciones a los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la LMV:

- **Resolución Exenta N°402-2006**, que impuso a **MBI Corredores de Bolsa S.A.**, la sanción de **suspensión por 10 días hábiles bursátiles y multa UF 10.000.-**, por infracción a los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la Ley 18.045 y 122 del Reglamento de Operaciones de la Bolsa Electrónica.
- **Resolución Exenta N°425-2009**, que impuso a: **i) Alfa Corredores de Bolsa S.A.** la sanción de **revocación de autorización para operar como intermediario de valores**, por infracción a los artículos 53 inciso 1° y 60 letra i) de la Ley 18.045; **ii) Leónidas Contín Naranjo** la sanción de **multa UF 8.000** por infracción a los artículos 53 inciso 1° y 60 letra i) de la Ley 18.045; y, **iii) Antonio Contín González** la sanción de **multa UF 4.000** por infracción a los artículos 53 inciso 1° y 60 letra i) de la Ley 18.045.
- **Resolución Exenta N°4.288-2018**, que impuso a: **i) Carlos F. Marín Orrego S.A. Corredores de Bolsa**, la sanción de **multa UF 12.000.-**, por infracción a los artículos 29, 32 letra c), 53 inciso 1° y 59 letra a) de la Ley 18.045; **ii) Carlos Marín Orrego** la sanción de **multa UF 14.000.-** por infracción al artículo 53 inciso 1° y 59 letra a) de la Ley 18.045; y, **iii) Rodrigo Marín Orrego** la sanción de **multa UF 3.000.-** por infracción a los artículos 29, 32 letra c) y 59 letra a) de la Ley 18.045.
- **Resolución Exenta 5.638-2023**, que impuso a: **i) STF Capital Corredores de Bolsa SPA** la sanción de **cancelación** del Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores y **multa UF 13.500.-**, por infracción a los artículos 29, 32 letras a) y c), 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la Ley 18.045 y las Normas de Carácter General 16 y 18 y las Circulares 632, 695 y 1992; **ii) Luis Flores Cuevas** la sanción de **multa UF 10.800** y la sanción accesoria de **inhabilidad temporal por 5 años** para el ejercicio del cargo de director o ejecutivo principal de las entidades contempladas en los artículos 36 y 37 del DL 3.538, por infracción a los artículos 29, 32 letras a) y c), 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la Ley 18.045 y las Normas de Carácter General 16 y 18 y las Circulares 632, 695 y 1992; **iii) Ariel Sauer Adlerstein** la **multa UF 9.000.-** y la sanción accesoria de **inhabilidad temporal por 5 años** para el ejercicio del cargo de director o ejecutivo principal de las entidades contempladas en los artículos 36 y 37 del DL 3.538, por infracción a los artículos 29 y 32 letras a) y c) de la Ley 18.045 y la Norma de Carácter General 18 y las Circulares 695 y 1992; y, **iv) Daniel Sauer Adlerstein** la **multa UF 9.000.-** y la sanción accesoria de **inhabilidad temporal por 5 años** para el ejercicio del cargo de director o ejecutivo principal de las entidades contempladas en los artículos 36 y 37 del DL 3.538, por infracción a los artículos 29 y 32 letras a) y c) de la Ley 18.045 y la Norma de Carácter General 18, las Circulares 695 y 1992.

3.8. La colaboración que los infractores hayan prestado a esta Comisión antes o durante la investigación que determinó la sanción:

Que, no se acreditó en este Procedimiento Sancionatorio una colaboración especial de la Investigada antes o durante la investigación que no fuera responder los requerimientos del Fiscal y de esta Comisión a los que legalmente se encuentra obligada.

4. Que, en virtud de todo lo anterior y las disposiciones señaladas en los vistos, el Consejo para el Mercado Financiero, en **Sesión Ordinaria N°513 de 10 de septiembre de 2026**, dictó esta Resolución.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551

EL CONSEJO DE LA COMISIÓN PARA EL MERCADO**FINANCIERO RESUELVE:**

1. Aplicar a **Asesorías e Inversiones A&C SPA** la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **25.000.- Unidades de Fomento** por infracción a los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores.
2. Remítase a la sancionada copia de la presente Resolución Sancionatoria, para los efectos de su notificación y cumplimiento.
3. En caso de ser aplicable lo previsto en el Título VII del D.L. N°3.538, díctese la resolución respectiva.
4. El pago de la multa deberá efectuarse en la forma prescrita en el artículo 59 del Decreto Ley N°3.538. Para ello, deberá ingresar al sitio web de la Tesorería General de la República, y pagar a través del el Formulario N°87. El comprobante de pago deberá ser ingresado utilizando el módulo “CMF sin papeles”, y enviado, además, a la casilla de correo electrónico multas@cmfchile.cl, para su visado y control, dentro del plazo de cinco días hábiles de efectuado el pago. De no remitirse, la Comisión informará a la Tesorería General de la Republica que no cuenta con el respaldo de pago, a fin de que ésta efectúe el cobro. Sus consultas sobre pago de la multa puede efectuarlas a la casilla de correo electrónico antes indicada.
5. Contra la presente Resolución procede el recurso de reposición establecido en el artículo 69 del Decreto Ley N°3.538, el que debe ser interpuesto ante la Comisión para el Mercado Financiero, dentro del plazo de 5 días hábiles contado desde la notificación de la presente resolución; y, el reclamo de ilegalidad dispuesto en el artículo 71 del D.L. N°3.538, el que debe ser interpuesto ante la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago dentro del plazo de 10 días hábiles computado de acuerdo a lo establecido en el artículo 66 del Código de Procedimiento Civil, contado desde la notificación de la resolución que impuso la sanción, que rechazó total o parcialmente el recurso de reposición o, desde que ha operado el silencio negativo al que se refiere el inciso tercero del artículo 69.

Anótese, notifíquese, comuníquese y archívese.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551



Catherine Tornel León
Presidente
Comisión para el Mercado Financiero



Beltrán De Ramón Acevedo
Comisionado
Comisión para el Mercado Financiero



Osvaldo Adasme Donoso
Comisionado
Comisión para el Mercado Financiero



Bernardita Piedrabuena Keymer
Comisionada
Comisión para el Mercado Financiero



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-9913-26-91915-D SGD: 2026090593551