RESOLUCION EXENTA: 11220
Santiago, 08 de octubre de 2026

REF.: RESUELVE RECURSO DE REPOSICIÓN DEDUCIDO POR ASESORÍAS E INVERSIONES A&C SPA.

VISTOS:

1. Lo dispuesto en los artículos artículos 3, 5, 20 N°4, 37, 38, 39, 52 y 69 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 del Ministerio de Hacienda N°1.500 de 2023, N°325 de 2026 y N°266 de 2026.

2. La Ley N°18.045, de Mercado de Valores ("Ley 18.045" o "LMV").

CONSIDERANDO:

I. ANTECEDENTES.

1. Que, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero ("Comisión" o "CMF"), mediante **Resolución Exenta N°9.913 de 10 de septiembre de 2026** ("Resolución Sancionatoria"), resolvió que **Asesorías e Inversiones A&C SpA** incurrió 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.-**."*.

Así se resolvió:

*"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. Que, en lo atingente, la Resolución Sancionatoria puso término al Procedimiento Sancionatorio iniciado por el **Fiscal de la Unidad de Investigación** ("Fiscal" o "UI") según los cargos formulados mediante **Oficio Reservado UI N°280 de 2026** ("Oficio de Cargos").

3. Que, mediante **presentación de fecha 23 de septiembre de 2026**, la Defensa de la sancionada dedujo recurso de reposición, en contra de la Resolución Sancionatoria.

II. REPOSICIÓN.

Que, los fundamentos de la Reposición son los siguientes:

*"**…** Que, por medio de esta presentación, estando dentro de plazo y conforme a lo dispuesto en el artículo 69 del Decreto Ley Nº3.538, de 1980 (el "DL 3.538" o la "Ley 21.000") y en las normas pertinentes de la Ley Nº19.880, que establece bases de los procedimientos administrativos que rigen los actos de los órganos de la Administración del Estado (la "Ley 19.880"), interponemos recurso de reposición en contra de la Resolución Exenta Nº9.913, de 10 de septiembre de 2026, del Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero (la "Resolución" o la "RE 9.913"), que impuso a nuestra representada una multa a beneficio fiscal de 25.000 Unidades de Fomento por supuesta infracción a los artículos 52 inciso 1º y 53 inciso 1º de la Ley Nº18.045, Ley de Mercado de Valores (la "Ley 18.045" o la "LMV"), a fin de que se la deje sin efecto o, en subsidio, se rebaje sustancialmente la sanción.*

En resumidas cuentas, solicitamos dejar sin efecto la Resolución porque adolece de distintos vicios de legalidad y porque, además, impone una sanción pecuniaria completamente desproporcionada, desviando con ello el fin que la ley asigna a esta potestad.

Desafortunadamente, la Resolución hace carne los defectos de los que adolecen tanto la formulación de cargos como el informe de la Unidad de Investigación, cristalizándolos en una sanción que, como veremos, es ilegal y desproporcionada.

1. La Resolución sanciona, bajo el artículo 53 de la LMV, algo que ese artículo no proscribe.

La Resolución infringe en este punto el artículo 53 inciso 1º de la LMV, el artículo 19 Nº3 inciso final de la Constitución Política de la República y el artículo 2º de la Ley 19.880.

*El artículo 53 inciso 1º prohíbe "efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor". **Ahí termina el texto legal**. No hay definición de qué es una cotización ficticia, ni mención alguna a la intención de cancelar, ni distinción entre órdenes según la función que cumplan dentro de una estrategia.*

Ese vacío lo pretende llenar la Resolución. Es ella, por sí sola y sin respaldo de ninguna especie más que su arbitrio, la que así la califica.

Su considerando 6.4.2 sostiene que "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", y añade que el hecho de que las órdenes "hayan estado técnicamente expuestas a ser calzadas y ejecutadas, no es más que un riesgo de la estrategia".

El considerando 3.1 de la sección VI cierra la idea: el carácter ficticio "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", de manera que la infracción "se consuma con la sola creación de la apariencia".

Conviene ver qué hace ese razonamiento. Traslada el juicio de tipicidad desde la orden, que es lo que la ley describe, hacia lo que el operador supuestamente tenía en mente al ingresarla. La ficción deja de ser una característica del objeto prohibido y pasa a ser una etiqueta que la autoridad aplica desde fuera, según lo que infiera acerca del propósito del sujeto. Dos órdenes idénticas en todo lo observable —mismo valor, mismo precio, misma cantidad, misma exposición al libro— quedan en situaciones jurídicas opuestas por una diferencia que no está en ninguna de las dos.

Eso no es interpretar el artículo 53. Antes, por el contrario, es agregarle un elemento que no tiene, lo que equivale a sancionar una conducta atípica, que no satisface los elementos ni el contorno establecidos por el legislador. Ello, de suyo, constituye un vicio de legalidad.

Hay además un dato del propio expediente que conviene tener a la vista. El informe de la Dirección de Supervisión de Abusos de Mercado e Infraestructuras Financieras, que da inicio al procedimiento, dejó constancia de que las órdenes de más de una acción podían ser calzadas parcialmente por terceros antes de su eliminación, de que las de una acción podían extinguirse por calce y de que en 3.003 casos las órdenes de cantidad mayor a uno fueron efectivamente calzadas en forma parcial, con un promedio simple de 18,3%[1].

No hablamos, entonces, de órdenes que, en teoría, habrían podido calzarse; era un hecho que lo eran. La comprobación es que se calzaron, miles de veces, y así consta en el expediente de la propia Comisión.

La Resolución responde a esto llamándolo "un riesgo de la estrategia". La expresión no es menor y reconoce algo relevante, porque si había riesgo real de ejecución, y si ese riesgo se materializó en 3.003 oportunidades, entonces la postura existía, ocupaba una prioridad, tenía un precio, estaba expuesta al mercado y producía efectos dentro del sistema de negociación. Lo que la ley llama ficticio apunta a otra cosa: la categoría se ha asociado siempre, en la doctrina y en la práctica sancionatoria de esta misma Comisión, a supuestos de simulación, circularidad o concierto —wash sales, matched orders, operaciones cruzadas, cadenas transaccionales cuyo

[1] *Folios 6, 7, 21 y 22 del expediente que antecedió a la formulación de cargos, correspondientes al informe de la Dirección de Supervisión de Abusos de Mercado e Infraestructuras Financieras.*

objeto no es exponerse al mercado sino fabricar la apariencia de una interacción entre contrapartes que en realidad están de acuerdo.

Nada de eso ocurrió aquí, y la Resolución tampoco lo afirma. Por el contrario, en el mismo apartado 6.4.2, la Comisión descarta que la concertación de puntas sea necesaria, porque se trataría 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".

Nuestro reparo no se dirige a si la operatoria resultaba conveniente o inconveniente para el mercado, cuestión que corresponde resolver al legislador. Se dirige a que la conducta descrita en la Resolución no se encuentra tipificada como infracción en la ley, y la potestad sancionadora exige que lo esté para que tal pueda ser objeto de sanción.

El Tribunal Constitucional ha señalado 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"[2].

Por su parte, la Corte Suprema ha precisado que esa predeterminación "se satisface con la exigencia que en la ley se describa el núcleo esencial de las conductas censurables"[3]. Y el mismo Tribunal Constitucional reiteró el estándar, precisamente a propósito de sanciones impuestas por infracción a los artículos 52 y 53 de la LMV, al señalar 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"[4]

El núcleo esencial de lo que se ha reprochado en la Resolución —ingresar una orden real, visible y expuesta al calce, con la intención de cancelarla— no aparece en el artículo 53 inciso 1º de la LMV; sólo aparece en un acto administrativo, esto es, la Resolución.

Y el perjuicio que de ello deriva para A&C es evidente, porque se le impuso una sanción de nada más y nada menos que 25.000 Unidades de Fomento por una conducta cuyo contorno típico se fijó después de ejecutada, mediante una equivalencia que ninguna norma de rango legal contiene y que, por lo mismo, no estuvo a su alcance conocer mientras operaba.

---

[2] Considerandos 8º y 25º 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".

[3] 3Considerando 19º de la sentencia de 25 de abril de 2012, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 2968-2010.

[4] Considerando 25º 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 Superintendencia de Valores y Seguros por infracciones a los artículos 52 y 53 de la LMV. En el mismo sentido, considerando 9º de la sentencia de 3 de septiembre de 2016, del mismo órgano, causa Rol 2648-2014.

En resumidas cuentas, la CMF empleó un tipo que no logra enmarcar la conducta que ella misma reprocha, incurriendo así en un vicio de legalidad nítido y manifiesto.

2. La Resolución no respondió la alegación que se le formuló sobre la Posición CMF 2019, sino una distinta.

En el presente caso, la CMF vadeó por omisión, al igual que la Unidad de Investigación, una de las defensas más importantes de nuestra representada, infringiendo el artículo 52 inciso 1º de la LMV, el artículo 19 Nº3 inciso final de la Constitución Política de la República y los artículos 11 inciso 2º y 41 incisos 1º y 4º de la Ley 19.880.

Tan contundente es la defensa que la institución completa decidió soslayarla para efectos de lograr la sanción. La defensa es ésta: en el año 2019 la propia CMF publicó un documento oficial en el cual determinó que las conductas que reprocha a A&C estaban fuera de los contornos típicos de la LMV. Se trata del documento denominado Propuestas de cambios legales para reducir abusos en el mercado de valores, de diciembre de 2019, de esta misma Comisión (la "Posición CMF 2019")[5]*. Dicho documento fue hecho público, conocido por el mercado y acompañado como antecedente en este mismo procedimiento sancionatorio.*

Para intentar sortear ese insalvable problema de contradicción institucional, en la audiencia de 15 de julio del año en curso, el Sr. Fiscal de la Unidad de Investigación se refirió a una reforma legal posterior a 2019, aludiendo evidentemente a la Ley Nº21.314. El asunto, empero, es que esta parte jamás negó que la Ley Nº21.314 haya modificado el artículo 52 de la LMV con posterioridad a la Posición CMF 2019. Al revés: los descargos lo reconocieron expresamente —"Por cierto, no vamos a desconocer lo obvio"— y describieron la reforma, que sustituyó la referencia a "transacciones" por la fórmula "aquella acción".

Lo que se sostuvo fue otra cosa. La Posición CMF 2019 trató como dos problemas distintos la ampliación del tipo general de manipulación, por un lado, y la incorporación específica de las conductas consistentes en ingresar ofertas sin intención de ser calzadas —que ese mismo documento llamó spoofing o layering—, por el otro. Y esa separación, hecha por el propio regulador, impedía dar por supuesto que el cambio de una sola palabra en el artículo 52 hubiese resuelto el segundo de esos problemas[6]*.*

El considerando 6.2.3 de la Resolución responde que la Posición CMF 2019 se refería a ampliar el concepto de manipulación de precios del artículo 52, "pero nada dice sobre el artículo 53 del mismo cuerpo legal según yerra la defensa de la Investigada".

La observación es formalmente cierta: el documento de 2019 no menciona el número del artículo 53. Pero ésa no fue la alegación.

---

[5] Propuestas de cambios legales para reducir abusos en el mercado de valores, de diciembre de 2019, de la Comisión para el Mercado Financiero, disponible en https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-28045_doc_pdf.pdf [última visita: 23 de septiembre de 2026]. El documento fue acompañado por esta parte en el otrosí de los descargos de 13 de abril de 2026.

[6] Descargos de Asesorías e Inversiones A&C SpA de 13 de abril de 2026, apartado II.3., letra (b), págs. 27 a 33.

Lo que los descargos plantearon es que si los artículos 52 y 53 de la LMV ya alcanzaban, con claridad y previsibilidad, el ingreso de órdenes sin intención de calce, resultaba difícil explicar por qué el regulador especializado dijo públicamente, en diciembre de 2019, que hacía falta incorporar esas conductas al ordenamiento. El argumento no depende de que un documento cite un número de artículo. Depende de una contradicción entre lo que la autoridad declaró al público entonces y lo que sostiene ahora; y si la Resolución pretendía resolverla, debía explicarla, bajo riesgo de incurrir en el vicio de falta de motivación.

La Resolución no resuelve ese problema: lo evita por la vía de "responder" a una defensa que esta parte no opuso, incurriendo en la falacia argumental del hombre de paja e infringiendo el artículo 41 inciso 1º de la Ley 19.880, que ordena que la resolución que ponga fin al procedimiento "decidirá las cuestiones planteadas por los interesados"; su inciso 4º, que las resoluciones "contendrán la decisión, que será fundada"; y el artículo 11 inciso 2º, que los hechos y fundamentos de derecho "deberán siempre expresarse en aquellos actos que afectaren los derechos de los particulares". Reformular una alegación de la defensa en términos distorsionados y, así, más sencillos de refutar, y refutar esa versión da cuenta de un recurso retórico inadmisible, constitutivo de una falacia argumental que no cumple con ninguna de esas tres exigencias, infringiendo las señaladas normas.

En cuanto al fondo, la posición de A&C es la misma de los descargos y que aquí mantenemos de forma íntegra, a pesar del ejercicio contenido en la resolución recurrida para intentar evitar hacerse cargo de aquella. Insistimos, la sustitución del vocablo "transacciones" por "aquella acción" amplió el alcance del artículo 52, pero no resuelve por sí sola el problema de determinación que la Posición CMF 2019 identificó, y que determina que las operaciones que se reprochan en este proceso están fuera de los contornos de los artículos 52 y 53 de la LMV.

Una cosa es que el precepto ya no exija una transacción efectiva; otra bien distinta es que de ese solo cambio se siga que, por la sola sustitución de una palabra (transacciones) por otras dos (aquella acción), cualquier orden ingresada y luego cancelada dentro de una estrategia intradía quede descrita, con la precisión que la potestad sancionadora reclama —y que fue echada en falta con vehemencia en la Posición CMF 2019—, como acción ejecutada "con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de valores de oferta pública".

La diferencia importa por un tema evidente de coherencia institucional que los administrados reclaman de una entidad tan relevante como la CMF, y, vinculado con ello, por razones de predictibilidad en el actuar de quienes operan en el mercado de capitales. En un mercado electrónico guiado por libro de órdenes, colocar, modificar y cancelar posturas es el modo corriente en que se manifiesta la competencia entre participantes. Un criterio que prescinda de todo elemento objetivo de artificialidad y haga descansar la tipicidad únicamente en la finalidad que la autoridad atribuya al operador carece de contornos reconocibles de antemano, que es justamente lo que el principio de tipicidad exige.

Asimismo, hay un antecedente que la Resolución no considera. Durante los casi cuatro años que abarca el período investigado, A&C operó dentro de la infraestructura ordinaria del mercado bursátil, mediante el Código de Ruteo 974 y a través de BTG Pactual Corredores de Bolsa S.A. y

Tanner Corredores de Bolsa S.A., a la vista de esas corredoras, de la Bolsa de Comercio de Santiago y de esta misma Comisión.

Ninguna de ellas formuló observación, advertencia ni consulta, a pesar de que corrientemente lo hacen al identificar conductas indiciarias de cualquier tensión con la regulación bursátil.

Repasemos qué dijo la CMF en 2019:

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.*

A&C fue sancionada, en lo que toca al artículo 52 inciso 1º, sobre la base de un criterio de subsunción que había sido previamente descartado por la propia CMF; y la defensa que opuso precisamente en ese punto no fue resuelta, sino reemplazada por otra que hacía más fácil la respuesta para la CMF. Quedó así sin pronunciamiento sobre lo que efectivamente alegó.

A esta altura ya van dos argumentos que la CMF ha intentado vadear sin éxito por la vía de modificar la defensa de esta parte, "resolviendo" un argumento que esta parte jamás empleó.

3. La Resolución no se hizo cargo del problema probatorio que se le planteó, y lo poco que respondió lo confirma.

Se infringen aquí los artículos 46, 48 y 49 del DL 3.538, el artículo 19 Nº3 incisos 2º y 6º de la Constitución Política de la República y los artículos 11 y 41 de la Ley 19.880.

El reproche a la Resolución es uno que lamentablemente heredó tanto de los cargos como del informe de la UI y descansa en una secuencia de varios eslabones: una orden previa de un

tercero, la orden cuestionada de A&C, la reacción de ese tercero, la cancelación de la orden cuestionada, el ingreso de la orden objetivo y el calce entre estas dos últimas.

Los descargos observaron que una secuencia así sólo puede darse por acreditada si consta cada uno de sus componentes, y que en el expediente figuraban únicamente las órdenes de A&C.

La Resolución contesta tres cosas. Como veremos, ninguna resuelve el problema y, es más, la segunda y la tercera no hacen más que poner de relieve la configuración del vicio.

La primera respuesta está en el considerando 6.1.2: la alegación sería "improcedente en la forma que ha sido planteada, esto es, como un vicio del procedimiento", porque A&C no impugnó "la legalidad o validez de los actos administrativos del Fiscal mediante los cuales agregó los medios probatorios", de lo que se concluye que su derecho a recurrir "precluyó", quedando aquellos actos convalidados.

Hay ahí una confusión. Una cosa es sostener que el acto por el cual el Fiscal agregó un documento al expediente adolece de un vicio de legalidad y otra muy distinta es sostener que los antecedentes reunidos no son suficientes para tener por acreditados los hechos.

A&C jamás dijo que fuera ilegal incorporar un archivo Excel al expediente. Lo que planteamos fue que ese archivo, junto con lo demás, no acreditaba ni contenía las secuencias reprochadas con la completitud que demandaba la imputación; eso por un lado. Y se dijo, además, que, sin perjuicio de que el contenido de los archivos Excel era insuficiente, en todo caso la CMF no puede respaldar probatoriamente toda su imputación recurriendo únicamente a archivos Excel de su autoría y prescindiendo de la documentación que acredite la existencia de las operaciones.

La insuficiencia de la prueba de la CMF no se subsana con el tiempo. No precluye la ilegalidad, y no podría precluir, porque es precisamente aquello sobre lo que el Consejo debía pronunciarse al resolver; el Consejo debe valorar la prueba rendida.

El artículo 48 del DL 3.538 permite al formulado de cargos negar la ocurrencia de los hechos, sin subordinar ese derecho a haber recurrido antes contra cada resolución de trámite. Si fuera de otro modo, todo investigado tendría que impugnar, uno por uno y dentro de cinco días, cada acto que agregue un antecedente al expediente, so pena de quedar impedido de discutir después el mérito del conjunto. El procedimiento se convertiría en una cadena de incidentes y el derecho a formular descargos quedaría reducido a poca cosa.

Se agrega que A&C debió acudir al reclamo del artículo 70 del DL 3.538, que se interpone ante la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago. Esto es, que debió ir a la Corte, en pleno curso de la investigación, contra la resolución que agregó una planilla, para conservar el derecho de discutir después ante este Consejo si esa planilla alcanzaba. Ninguna norma impone algo así. Sería un delirio acudir a la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago por cada trámite del contencioso administrativo, desbordando a dicho tribunal para "conservar" derechos de los que esta parte jamás se ha desprendido.

Gravísimo sería que esto así ocurriera, ya que todos los contenciosos administrativos futuros se plagarían de sendos reclamos, entorpeciendo la labor de la CMF y de la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago.

La segunda respuesta está en el considerando 6.1.2 —el segundo que lleva esa numeración[7]—, que se refiere a "los archivos Excel que contienen la recopilación de los logs de la BCS". Y el considerando 6.1.3 vuelve sobre lo mismo al mencionar "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".

La palabra es de la Comisión y es exacta: recopilación. Lo reconoce el propio acto recurrido, de manera que el punto no necesita demostración por esta parte. Se trata de un documento de su propia elaboración. Una suerte de índice. Nada más.

Una recopilación, por su propia naturaleza, supone alguien que recopila. Supone criterios de selección, de filtrado, de ordenamiento y de transcripción, e implica la confección de un documento nuevo que antes no existía. Ese trabajo lo hizo un funcionario de la CMF. Cómo se hizo, con qué criterios y bajo qué controles es algo que el expediente no consigna.

Y ahí está la distancia que la Resolución no salva. Una planilla elaborada por algún funcionario de la Comisión que acusa no equivale a un registro emanado, por ejemplo, de la Bolsa de Comercio de Santiago que autentique o certifique la existencia de las operaciones. Lo primero es la reconstrucción que un funcionario hace de los hechos, según su entender y su particular discrecionalidad; lo segundo sería la constancia de que los hechos ocurrieron. La diferencia no es puramente nominal ni antojadiza: es lo que distingue entre probar y afirmar.

Nada impedía a la Comisión pedir a la Bolsa una certificación de las órdenes y operaciones correspondientes a los casos reprochados. La Bolsa es una entidad sujeta a su fiscalización, compareció en este procedimiento y remitió información en más de una oportunidad. Con ese antecedente, el reproche habría descansado en la constancia de quien lleva el registro. Se prefirió construirlo sobre una recopilación de elaboración propia, y cuando la defensa lo observó, la respuesta fue que los archivos contienen todo. El problema no es sólo que no lo contengan, como se señaló arriba; el punto es que incluso si lo contuvieran —como erradamente afirma la CMF— lo que no hacen es acreditar que aquello que contienen efectivamente ocurrió. Si de eso se tratara, los propios cargos también podrían constituir prueba y sus afirmaciones tenidas por realidad, ya que tanto los cargos como la recopilación fueron creados unilateralmente por la CMF.

La tercera respuesta corre la misma suerte. El considerando 6.1.3 sostiene que los archivos Excel, la información remitida por Tanner y BTG y las declaraciones de los operadores "son todas concordantes" en establecer la secuencia.

[7] La Resolución emplea dos veces la misma numeración "6.1.2)" para considerandos sucesivos y de contenido diverso, en sus páginas 68 y 69.

Pero veamos qué aporta cada uno: (i) las corredoras informaron sobre la actividad, operaciones y facturas de compraventa de acciones de A&C, esto es, sobre su propio cliente; y (ii) las declaraciones describen una forma de operar, no 34.038 episodios determinados. Ninguno de esos elementos contiene las órdenes de los terceros, que es justamente lo que falta. Evidentemente, la concordancia entre antecedentes que no contienen el dato no acredita el dato.

Queda un reproche adicional que la Resolución dirige a la defensa: no haber identificado "cuáles serían supuestamente las cotizaciones u operaciones que no se habrían llevado a cabo en la Bolsa y que serían inexistentes", de donde concluye que el descargo "carece de precisión". La observación pide a A&C que demuestre el error de un documento sin haber tenido a la vista la fuente de la que ese documento se elaboró. Exigirle que señale cuál de 34.038 secuencias es incorrecta, sin entregarle los registros que permitirían examinarlas, traslada hacia ella una carga que la ley pone en la autoridad.

Aquí la CMF ha invertido la carga de la prueba, porque, como es lógico, no es nuestra representada quien carga con el deber de probar la licitud de las operaciones, sino que corresponde al ente persecutor acreditar categóricamente que las mismas no lo han sido.

La Excma. Corte Suprema ha sido explícita en que sobre el órgano sancionador "recae (…) la carga de la prueba, pues su deber es formar convicción sobre una verdad material y la infracción a la normativa", y en que "el despliegue que realice en la investigación debe ser igualmente intensa 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"[8].

La Ilustrísima Corte de Apelaciones de Chillán anuló una sanción por una razón muy parecida a la que aquí se invoca, al razonar que "siendo carga del sancionador acompañar todos los antecedentes que permitan demostrar la infracción, y además estar todos los medios probatorios a disposición de éste (…) no es admisible la falta probatoria anotada"[9].

El considerando 6.1.4 agrega que no habría perjuicio alguno "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". El argumento es sorprendente: de aceptarse, ninguna indefensión sería posible mientras el afectado alcance a redactar un escrito. Que A&C haya podido argumentar no significa que haya podido verificar, y sólo lo segundo permite controvertir la existencia de los hechos, que es lo que el artículo 48 del DL 3.538 autoriza a hacer.

Esto no es así y el estándar ya lo fijó la Excma. Corte Suprema al señalar que "la formulación de cargos debe contener de manera expresa y completa los hechos constitutivos de la infracción",

[8] *Considerando 10º de la sentencia de 10 de diciembre de 2020, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 95.068-2020 (recurso de queja, actuando de oficio).*

[9] *Considerando 9º de la sentencia de 2 de noviembre de 2020, de la Corte de Apelaciones de Chillán, causa Rol 202-2020 (apelación de sentencia definitiva).*

exigencia que constituye "una ritualidad procedimental esencial que garantiza la exigencia constitucional del debido proceso" y "el Derecho a la Defensa"[10]. El artículo 46 del DL 3.538 recoge lo mismo cuando pide que el oficio de cargos describa los hechos y "cómo éstos constan en la investigación".

A&C fue sancionada, en definitiva, sobre secuencias que no pudo verificar, y su alegación fue desestimada mediante una preclusión que ninguna norma establece y una carga probatoria que la ley no le impone.

Esto constituye una nueva ilegalidad que determina la invalidez de la Resolución.

4. La Resolución descarta el error de prohibición sin hacer el examen que ese juicio requiere.

La Resolución infringe el artículo 19 Nº3 de la Constitución Política de la República, en cuanto recoge el principio de culpabilidad aplicable al derecho administrativo sancionador, y los artículos 11 inciso 2º y 41 incisos 1º y 4º de la Ley 19.880.

Los descargos invocaron, en subsidio de la atipicidad, un error de prohibición invencible, apoyado en que el único pronunciamiento institucional disponible sobre esta materia al tiempo de los hechos era el de la Posición CMF 2019.

El considerando 6.2.2 lo descarta con dos afirmaciones. Que el error "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". Y que "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".

Conviene precisar qué se alegó, porque la Resolución, por segunda vez, responde a algo distinto echando nuevamente mano a una falacia argumental: A&C no dijo ignorar la ley ni desconocer que la manipulación de precios está prohibida. Lo que planteó es que, conocida por el mercado la Posición CMF 2019, no le resultaba reconocible que una operatoria como la reprochada quedara comprendida bajo esa prohibición. Ése es el terreno propio del error de prohibición: no la ignorancia del precepto, sino la representación equivocada sobre si la conducta concreta cae bajo él.

Conviene recordar, además, cómo se comportó A&C. Sus operadores actuaron abiertamente y así lo describieron ante esta propia CMF: las declaraciones que prestaron —a las que la Resolución atribuye valor probatorio en su considerando 6.1.3— relatan la operatoria con naturalidad y sin reticencia alguna, en los términos de quien no advierte estar transgrediendo prohibición alguna. Su gerente general, don Alejandro Parraguez, prestó declaración ante la

[10] *Considerandos 7º y 9º de la sentencia de 10 de diciembre de 2020, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 95.068-2020.*

Unidad de Investigación el 9 de julio de 2025. Nada de eso es el comportamiento de quien sabe que su conducta está proscrita; es, precisamente, el de quien incurre en un error de prohibición.

Reducido a su estructura, el razonamiento del Consejo dice que quien opera habitualmente en el mercado de valores no puede invocar error de prohibición. Enunciado así, deja la categoría sin contenido, porque, en la práctica, los únicos que pueden invocarla son precisamente quienes operan en el mercado que ella fiscaliza.

El principio de culpabilidad pide algo más que constatar una calidad. Pide un examen concreto de vencibilidad, atento a cuán notoria era la ilicitud, a las características del sujeto y a si podía exigírsele otra conducta en esas circunstancias. La Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago hizo ese examen en la causa Rol 237-2020 y dejó sin efecto la sanción[11], 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"[12].

La comparación se impone sola. Si la opinión de un estudio jurídico privado bastó para excluir el reproche de culpabilidad, cuesta sostener que el pronunciamiento público del regulador especializado —que en diciembre de 2019 declaró necesario incorporar al ordenamiento el ingreso de ofertas sin intención de ser calzadas— no produzca al menos el mismo efecto.

El punto, además, no depende de que A&C conociera ese documento. El problema radica en un asunto objetivo, de coherencia institucional y de predictibilidad: si el órgano llamado a fiscalizar y sancionar dijo que la conducta requería tipificación específica, entonces su ilicitud no era notoria.

Puesto así, el reproche que ahora formula la Comisión supone un cambio de criterio respecto de su propia posición pública de 2019. Y la protección del administrado frente a los cambios de criterio de la autoridad cuenta con respaldo asentado. Se trata, en rigor, de un problema de confianza legítima.

La Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago dejó sin efecto una sanción referida al período en que el sancionado se había ajustado a la interpretación administrativa entonces vigente, señalando 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 que sancionar el período anterior al cambio "adolece de ilegalidad pues aplica una decisión administrativa para regular una situación anterior a su dictación"[13].

---

[11] *Considerandos 9º y 11º de la sentencia de 23 de diciembre de 2020, de la Corte de Apelaciones de Santiago, causa Rol 237-2020 (reclamación de ilegalidad).*

[12] *Considerando 14º de la misma sentencia.*

[13] *Considerandos 7º y 8º de la sentencia de 6 de julio de 2015, de la Corte de Apelaciones de Santiago, causa Rol 33.119-2015 (recurso de protección).*

Un ejemplo reciente, y particularmente elocuente, es la Resolución Exenta Nº1.274, de 26 de enero de 2026, por la cual la propia Comisión ejecutó el acuerdo de su Consejo que aprobó una interpretación general sobre la prohibición dispuesta en el artículo 53 de la Ley Nº18.045[14]. Vale decir: en enero de 2026 la Comisión estimó necesario precisar, por la vía de un acto de efectos generales, el alcance del mismo precepto cuya aplicación aquí se discute. Ése era el camino, y hacia el futuro, como corresponde. Con A&C prefirió el inverso: cambiar de criterio hacia atrás, sobre conductas cerradas en septiembre de 2024, sin que los administrados tuvieran manera de advertirlo.

En la misma línea, la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago acogió un recurso de protección frente a un cambio de criterio con efectos retroactivos, advirtiendo que "no parece justo que la administración pueda cambiar su práctica con efectos retroactivos o de forma sorpresiva"[15].

Por su parte, la Contraloría General de la República ha sostenido invariablemente que los cambios de su jurisprudencia administrativa rigen sólo hacia el futuro, "sin afectar las situaciones particulares constituidas durante la vigencia de la doctrina que ha sido sustituida por el nuevo pronunciamiento" [16]; y la Corte Suprema confirmó ese estándar al advertir que aplicar retroactivamente un criterio nuevo "atenta contra la seguridad jurídica de los actos administrativos que en su momento fueron revisados"[17].

A&C fue sancionada, entonces, sin que se practicara el juicio de reproche que el principio de culpabilidad exige. En su lugar se empleó una inferencia que deriva la exigibilidad de la sola condición de operador habitual y que, de aceptarse, dejaría el error de prohibición fuera del alcance de todo sujeto que actúe en el mercado que esta Comisión fiscaliza.

5. La Resolución enumera los criterios del artículo 38 del DL 3.538, pero no explica cómo se llega desde ellos a 25.000 Unidades de Fomento.

La Resolución infringe a este respecto el artículo 38 del DL 3.538 y los artículos 11 inciso 2º y 41 incisos 1º y 4º de la Ley 19.880. Fijó una multa absolutamente desproporcionada y que no se condice con casos anteriores.

El artículo 38 no es una mera lista de menciones. Por el contrario, ordena a la Comisión "procurar que su aplicación resulte óptima para el cumplimiento de los fines que la ley le encomienda,

---

[14] *Resolución Exenta Nº1.274, de 26 de enero de 2026, de la Comisión para el Mercado Financiero, que ejecuta el acuerdo adoptado por su Consejo en Sesión Ordinaria Nº478, de 8 de enero de 2026, mediante el cual se aprobó una interpretación general sobre la prohibición dispuesta en el artículo 53 de la Ley Nº18.045.*

[15] Considerandos 4º y 8º 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).

[16] Véanse, entre otros, Dictamen Nº20.101, de 5 de junio de 2000; Dictamen Nº36.274, de 7 de mayo de 2015; y Dictamen Nº14.619, de 25 de abril de 2017, todos de la Contraloría General de la República.

[17] Considerando 2º de la sentencia de 13 de julio de 2009, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol 3.895-2009 (recurso de protección).

considerando al efecto" ocho circunstancias. Un estándar de consideración, desde luego, no se satisface con una mera enumeración, cuestión que se encuentra en sintonía con el artículo 41 de la Ley 19.880, que exige que la decisión sea fundada y que resuelva lo que las partes plantearon.

Como veremos, cuatro de esos ocho criterios están tratados de un modo que no satisface ese estándar. Y la respuesta global que la Resolución da a los descargos subsidiarios, lejos de corregir el problema, lo agrava.

(a) Los precedentes del artículo 38 Nº7: la Resolución los exhibe y se aparta de todos ellos sin decir por qué.

La norma manda considerar "las sanciones aplicadas con anterioridad por la Comisión en las mismas circunstancias". Los descargos sostuvieron que no existe precedente por una conducta con las características de este caso, es decir, operatoria manual, sin concierto con terceros, ejecutada por un inversionista que opera con patrimonio propio a través de canales formales de acceso directo al mercado.

El considerando 3.7 responde enumerando cuatro expedientes, precedidos de la constatación de que "se registran las siguientes sanciones por infracciones a los artículos 52 inciso 1° y 53 inciso 1° de la LMV"[18]. La Comisión no dice que se trate de algunos casos, ni agrega un "entre otras"; dice que ésas son las sanciones que registra.

Pues bien, puestas en un cuadro, junto con la que ahora se impone a nuestra representada, el resultado es el siguiente:

Resolución y sancionado	Multa	Otras sanciones	Calidad del sancionado
Res. Ex. Nº402-2006 — MBI Corredores de Bolsa S.A.	10.000 UF	Suspensión por 10 días hábiles bursátiles	Corredora de bolsa
Res. Ex. Nº425-2009 — Alfa Corredores de Bolsa S.A.	—	Revocación de la autorización para operar	Corredora de bolsa
Res. Ex. Nº425-2009 — Leónidas Contín Naranjo	8.000 UF	—	Persona natural vinculada a la corredora
Res. Ex. Nº425-2009 — Antonio Contín González	4.000 UF	—	Persona natural vinculada a la corredora

[18] Considerando 3.7 de la sección VI de la Resolución Exenta Nº9.913, de 10 de septiembre de 2026, págs. 79 y 80.

Res. Ex. Nº4.288-2018 — Carlos F. Marín Orrego S.A. C. de B.	12.000 UF	—	Corredora de bolsa
Res. Ex. Nº4.288-2018 — Carlos Marín Orrego	14.000 UF	—	Persona natural vinculada a la corredora
Res. Ex. Nº4.288-2018 — Rodrigo Marín Orrego	3.000 UF	—	Persona natural vinculada a la corredora
Res. Ex. Nº5.638-2023 — STF Capital Corredores de Bolsa SpA	13.500 UF	Cancelación del Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores	Corredora de bolsa
Res. Ex. Nº5.638-2023 — Luis Flores Cuevas	10.800 UF	Inhabilidad temporal por 5 años	Persona natural vinculada a la corredora
Res. Ex. Nº5.638-2023 — Ariel Sauer Adlerstein	9.000 UF	Inhabilidad temporal por 5 años	Persona natural vinculada a la corredora
Res. Ex. Nº5.638-2023 — Daniel Sauer Adlerstein	9.000 UF	Inhabilidad temporal por 5 años	Persona natural vinculada a la corredora
Res. Ex. Nº9.913-2026 — Asesorías e Inversiones A&C SpA	**25.000 UF**	—	**Inversionista por cuenta propia, no inscrito ante la Comisión**

Antes de ir a las cifras, resulta pertinente referirnos someramente al criterio que la norma emplea.

El artículo 38 Nº7 no manda atender a sanciones impuestas por los mismos artículos, sino a sanciones aplicadas "en las mismas circunstancias". Que coincidan los preceptos infringidos no establece por sí solo esa analogía, y la Resolución no ofrece ninguna otra.

Los cuatro expedientes corresponden a intermediarios de valores inscritos en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores, esto es, a entidades fiscalizadas y sujetas a deberes de intermediación frente a clientes. En tres de ellos concurrieron además infracciones propias de esa actividad: el artículo 60 letra i) de la LMV en Alfa; los artículos 29, 32 letra c) y 59 letra a) en Marín Orrego; y los artículos 29 y 32 letras a) y c), las Normas de Carácter General 16 y 18 y las Circulares 632, 695 y 1992 en STF Capital. A&C no es intermediario de valores, no administra fondos ni carteras de terceros, no está inscrita en registro alguno de esta Comisión y operó con su propio patrimonio.

Hecha esa constatación, vamos a las cifras.

En los veinte años que cubre la serie que la propia Comisión trae a colación, la multa más alta que impuso por infracción a los artículos 52 y 53 de la LMV fue de 14.000 Unidades de Fomento, y recayó sobre una persona natural en 2018. A la corredora sancionada en el caso más reciente y de mayor connotación pública, STF Capital, le aplicó 13.500. A ninguno de los once sancionados de esa serie le impuso más de 14.000.

A A&C, en cambio, se le impusieron 25.000, esto es, 1,79 veces el máximo histórico de la Comisión y 1,85 veces lo aplicado a STF Capital. Más del doble de la suma de las dos multas del caso Alfa y dos veces y media lo impuesto a MBI. El salto fue notorio, porque la Comisión se movió 11.000

Unidades de Fomento por encima de su propio techo, de una sola vez, y sin una sola línea argumentativa que lo explique.

Dicho en otros términos, resulta que A&C ahora encabeza el cuadro, a pesar de no ser corredora y de que este caso brilla por la ausencia de los deberes infringidos en los demás expedientes.

No se nos escapa que en dos de esos expedientes se aplicaron, además, sanciones no pecuniarias de la mayor gravedad: la revocación de la autorización para operar a Alfa y la cancelación del registro a STF Capital. Eso mismo confirma el punto, porque tales sanciones solo proceden respecto de quien está inscrito y dependen de una calidad que A&C no tiene. Que la Comisión no pudiera aplicar a nuestra representada la sanción principal que aplicó a aquéllas no la autoriza a compensar esa imposibilidad elevando la multa por sobre el máximo que ha impuesto en toda su historia por estas infracciones. Ni el artículo 37 ni el artículo 38 del DL 3.538 contienen una regla que permita semejante traslado.

Tampoco cabe aquí una objeción que probablemente la Comisión podría estar tentada de oponer, aludiendo a una jurisprudencia de la Corte Suprema que ha descartado comparaciones de multas cuando "se desconocen los detalles concretos de los procedimientos administrativos que finalizaron en la determinación de aquellas otras multas". Conviene reparar en cuál es ese fallo: se dictó en el reclamo de Carlos F. Marín Orrego S.A. Corredores de Bolsa contra esta misma Comisión, esto es, en uno de los cuatro expedientes que el considerando 3.7 invoca como precedente. Y la objeción no cabe por una razón bien evidente: ese reparo supone[19] *una comparación construida con elementos que el sancionado trae desde fuera del expediente. Pero eso no es lo que ocurre aquí, porque el cuadro no lo construyó A&C, es obra de la propia CMF. Fue la propia Comisión la que eligió esos cuatro expedientes, la que afirmó que corresponden a infracciones a los artículos 52 y 53 de la LMV y la que los invocó bajo el criterio del artículo 38 Nº7. Habiendo sido ella quien los declaró pertinentes, mal puede sostener después que sus circunstancias se ignoran.*

Hay además un antecedente reciente y directamente aplicable. La Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago, conociendo de un reclamo deducido contra esta misma Comisión, redujo el 12 de agosto de 2026 una multa de 25.000 a 10.000 Unidades de Fomento precisamente por esta vía. Razonó que el parámetro del artículo 38 Nº7 "no importa desconocer que cada procedimiento sancionatorio posee características propias, ni obliga a establecer una equivalencia matemática entre infracciones diversas, pero sí exige guardar una razonable coherencia entre la entidad de las conductas, el grado de participación de los responsables y las multas que se les imponen, pues de otro modo la individualización de la sanción puede devenir desproporcionada"[20]*. Y concluyó que la multa, "aun encontrándose comprendida dentro del*

[19] *Considerando 14º de la sentencia de 15 de junio de 2020, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol Nº22.970-2019, caratulada "Carlos F. Marín Orrego S.A. Corredores de Bolsa contra Comisión para el Mercado Financiero".*

[20] *Considerando 12º de la sentencia de 12 de agosto de 2026, de la Corte de Apelaciones de Santiago, causa Rol Contencioso Administrativo Nº1094-2025 (reclamación de ilegalidad en contra de la Comisión para el Mercado Financiero).*

marco que la ley permite imponer, resulta excesiva atendidas las circunstancias particulares" del reclamante y "no guarda la debida correspondencia con el principio de proporcionalidad que debe informar el ejercicio de toda potestad administrativa sancionadora"[21].

Lo que allí se reprochó es lo mismo que aquí ocurre, aunque aquí se deja sentir con mayor intensidad, puesto que en aquella causa el contraste era con un interviniente del mismo procedimiento. Aquí, en cambio, el contraste es con la totalidad de la serie histórica que la propia Comisión reconoce.

La Resolución no aborda nada de esto, solo enumera y eso es de la mayor gravedad, porque el criterio del artículo 38 Nº7 cumple la función de asegurar que la potestad sancionadora se ejerza con un mínimo de consistencia, de modo que situaciones equivalentes reciban tratamiento equivalente y que apartarse de esa línea quede justificado. Un acto que invoca el criterio, exhibe los precedentes y se separa de todos ellos en silencio no satisface el deber de fundamentación de los artículos 11 inciso 2º y 41 inciso 4º de la Ley 19.880.

Sobre esta letra (a) del apartado 5, en consecuencia, son dos las impugnaciones que se formulan mediante esta reposición. Por un lado, la Resolución no acreditó la analogía de circunstancias que el precepto exige y, por otro lado, se apartó sin explicación de todos los precedentes que ella misma invocó. Cualquiera de las dos cosas basta para viciar la determinación del monto.

No podemos olvidar que se ha soslayado aquí el factor correspondiente al grado de participación de los responsables, ya que si bien se asigna responsabilidad infraccional a la compañía, no fue ésta -como no podría serlo- quien ejecutó las transacciones, que fueron realizadas a sus espaldas.

La responsabilidad vicaria que parece emplear la CMF respecto de A&C no quita que ella no haya participado de manera alguna en los hechos reprochados.

(b) La capacidad económica del artículo 38 Nº6: la Resolución la reconoce y anuncia una ponderación que después no hace.

El considerando 3.6 consigna que el capital propio tributario de A&C al cierre del ejercicio 2024 era de $52.076.561 y sus activos totales de $69.305.731. Previene enseguida que "ambos documentos son generados con información que suministra la propia Investigada" y termina diciendo que, "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".

La prevención sobre el origen de la información no deja de sorprender si se considera que la CMF empleó documentos elaborados por ella misma como evidencia en este proceso, otorgándoles mérito probatorio en favor de su propio argumento.

[21] *Considerando 14º de la misma sentencia.*

Uno de esos antecedentes es el Formulario Nº22 del Año Tributario 2025, presentado al Servicio de Impuestos Internos bajo las responsabilidades que la ley tributaria impone[22]*. Que sea el contribuyente quien declara no es una particularidad de este caso: así funciona el sistema tributario chileno. Si había dudas sobre la exactitud de esas cifras, el artículo 49 del DL 3.538 entregaba a la Comisión las facultades para requerir antecedentes complementarios. No lo hizo, y tampoco afirma que las cifras sean inexactas.*

Lo decisivo, con todo, es lo que sigue. El considerando anuncia una ponderación que después no aparece en ninguna parte. "Será ponderada junto a los otros criterios" describe algo que va a ocurrir, no algo que ocurrió. Pero resulta que en ningún pasaje de la Resolución se explica de qué manera un capital propio tributario de $52.076.561 y activos totales de $69.305.731 conducen a una multa de 25.000 Unidades de Fomento.

Queda la magnitud, que es donde el problema se vuelve más palpable. Al valor de la Unidad de Fomento vigente, la multa asciende a alrededor de $1.025 millones: del orden de diecinueve veces el capital propio tributario que la propia Resolución reconoce y de casi quince veces los activos totales de la sancionada. Una sanción así no es severa: es una que, por su sola ejecución, agota varias veces el patrimonio de la sociedad a la que se impone.

Podría replicarse que A&C intervino en operaciones de volumen considerable. La objeción no prospera. El artículo 38 Nº6 atiende a la capacidad económica del infractor, no al volumen de las operaciones en que haya intervenido, que tiene su propio lugar en el artículo 37 Nº2 letra b), no invocado en la Resolución. Y el beneficio que la Comisión estima obtenido ya fue computado bajo el numeral 2 del artículo 38, por lo que traerlo de vuelta bajo el numeral 6 sería valorar dos veces el mismo hecho en contra de la sancionada.

La Corte Suprema ha señalado 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"[23]*. La afirmación es correcta y esta parte no la discute. Lo que de ella se sigue es que el factor debe ser aplicado, y aplicarlo supone explicar cómo incidió, no anunciar que incidirá.*

Otro tanto ocurre con la ausencia de sanciones previas, que el considerando 3.5 reconoce y que ningún pasaje posterior pondera. La Excma. Corte Suprema ha tenido expresamente en consideración la "ausencia de sanciones anteriores" al fijar la cuantía de una multa[24]*.*

---

[22] *Formulario Nº22, Año Tributario 2025, folio 344801755, código 645 (capital propio tributario positivo final), acompañado por esta parte en el otrosí de los descargos de 13 de abril de 2026; y Balance de Asesorías e Inversiones A&C SpA al 31 de diciembre de 2024, acompañado en la misma presentación.*

[23] *Considerando 7º 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).*

[24] *Considerando 12º de la sentencia de 27 de marzo de 2023, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol Nº59.930-2022 (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.*

(c) El beneficio del artículo 38 Nº2: la Resolución repite la fórmula objetada en lugar de responder la objeción.

La objeción de los descargos era metodológica y estaba bien acotada. El cálculo parte de suponer que el precio de la mejor punta inmediatamente anterior al ingreso de la orden cuestionada es el precio al que la operación se habría ejecutado de no mediar esa orden.

Eso fue lo que se controvirtió, o sea, que en una dinámica breve y cambiante, con modificaciones sucesivas, reacciones inmediatas de terceros, pérdida de prioridad y reconfiguración permanente del libro, la mejor punta previa es una fotografía instantánea y no una reconstrucción confiable del precio contrafactual.

El considerando 3.2 responde afirmando que el beneficio asciende a $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".

La objeción recaía sobre la premisa y la respuesta consiste en repetir la premisa. Entre una y otra no hay razonamiento alguno.

(d) El daño o riesgo del artículo 38 Nº3: se invoca el bien jurídico y no se identifica nada concreto.

El considerando 3.3 sostiene que la 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", y desarrolla en términos generales la importancia de la integridad en la formación de precios y de la fe pública.

La formulación es potencial y general. No se individualiza perjudicado alguno, no se cuantifica pérdida alguna, no se establece incidencia en precios de apertura o cierre, en promedios ponderados, en índices ni en ningún otro parámetro agregado, y no se responde el planteamiento económico de los descargos.

El precepto distingue entre daño y riesgo, y admite desde luego que la sanción se funde en el segundo. Pero riesgo no es lo mismo que invocación abstracta del bien jurídico.

Si bastara con afirmar que la conducta afecta la confianza en el mercado, el criterio no serviría para distinguir nada: concurriría siempre, con idéntica intensidad, en toda infracción a los artículos 52 y 53 de la LMV. Y el legislador lo incorporó precisamente para graduar.

(e) La respuesta global a los descargos subsidiarios: se contesta con una declaración de competencia.

La Resolución agrupa los descargos subsidiarios en el apartado IV.2.3 y los responde con una sola frase: "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".

Nadie ha discutido esa atribución. Pero conferir discrecionalidad no es dar carta blanca para la arbitrariedad.

Una cosa es tener la potestad y otra distinta es cómo se ejerce. Afirmar lo primero no responde alegaciones referidas a lo segundo. El artículo 41 inciso 1º de la Ley 19.880 dispone que la resolución que ponga fin al procedimiento "decidirá las cuestiones planteadas por los interesados"; su inciso 4º, que las resoluciones "contendrán la decisión, que será fundada"; y el artículo 11 inciso 2º, que los hechos y fundamentos de derecho "deberán siempre expresarse en aquellos actos que afectaren los derechos de los particulares, sea que los limiten, restrinjan, priven de ellos, perturben o amenacen su legítimo ejercicio". La competencia es el presupuesto del acto; la motivación es cosa distinta, y es la que falta en este caso. La Corte Suprema ha dejado sin efecto actos sancionatorios por ese solo vicio, subrayando que el control de la motivación "cobra especial relevancia" tratándose del ejercicio de potestades de esta naturaleza[25]*.*

El resultado de todo lo anterior es que A&C conoce el monto de la multa y conoce las ocho circunstancias que el legislador manda considerar, pero no el razonamiento que une lo uno con lo otro. Tampoco puede conocerlo, porque la Resolución no lo contiene.

Se le impuso, entonces, una sanción cuya determinación no está en condiciones de controvertir y que excede varias veces el patrimonio que el propio acto le reconoce. Ahí hay una nueva ilegalidad.

6. La Resolución no dice cuál de las tres alternativas del artículo 37 Nº2 fija el marco de la multa.

La Resolución infringe aquí los artículos 37 Nº2 y 38 del DL 3.538 y los artículos 11 inciso 2º y 41 inciso 4º de la Ley 19.880.

El artículo 37 Nº2 contempla tres bases de cálculo alternativas: la letra a), un monto global de hasta 100.000 Unidades de Fomento; la letra b), el 30% del valor de las operaciones sancionadas; y la letra c), el doble de los beneficios obtenidos. El inciso siguiente agrega que "en los casos de las letras b y c la Comisión expresará el monto de la multa en su equivalente en unidades de fomento, señalándolo en la resolución que aplique la sanción".

Los Vistos invocan el artículo 37 en bloque. Ningún considerando dice cuál de las tres alternativas se aplicó.

No se trata de una exigencia que esta parte invente para la ocasión. La propia Comisión, al rechazar una reposición mediante Resolución Exenta Nº3.290, de 11 de mayo de 2023, precisó que la multa impuesta se ajustaba a la letra a) del artículo 37 Nº2, dejó constancia de que las tres letras no tienen orden de precedencia entre sí y afirmó que le correspondía a ella determinar

[25] *Considerando 5º de la sentencia de 12 de agosto de 2019, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol Nº4.864-2019, caratulada "Sociedad Educacional Gran Bretaña Limitada con Superintendencia de Educación", que dejó sin efecto una resolución sancionatoria por falta de motivación.*

la regla por la cual optaría[26]. Es decir, la Comisión sabe que identificar la alternativa importa, lo ha hecho antes y, sin embargo, aquí no lo hizo.

La omisión es relevante, porque el artículo 38 se refiere a la determinación "del rango y del monto específico" de la multa: el rango proviene del artículo 37 y el monto específico de la ponderación del artículo 38. Sin rango identificado no hay modo de examinar si el monto quedó correctamente situado dentro de él, que es justamente lo que la Corte Suprema verifica cuando controla la proporcionalidad de una multa de esta Comisión[27].

La cuestión tiene efectos concretos aquí. Bajo la letra a), 25.000 Unidades de Fomento equivalen a un cuarto del máximo legal absoluto, aplicado a quien la propia Resolución reconoce que no registra sanciones previas. Bajo la letra c), el marco sería el doble del beneficio estimado —$1.720.124.000 según la cifra del considerando 3.2— dentro del cual la multa representaría cerca del 60%. Y bajo la letra b), todo dependería del valor de las operaciones sancionadas, magnitud que la Resolución no determina respecto de los 34.038 casos que subsistieron tras acogerse la caducidad parcial.

Tenemos entonces tres marcos distintos, tres exámenes de proporcionalidad distintos, y ninguna indicación de cuál rigió.

A&C queda así impedida de conocer el marco legal dentro del cual se fijó su sanción y, por consiguiente, de controvertir si fue bien determinada.

7. Un mismo hecho sancionado dos veces, una multa única sin desglose y una reiteración cuyo efecto no se explica.

La Resolución infringe los artículos 52 inciso 1º y 53 inciso 1º de la LMV, los artículos 37 Nº2 y 38 del DL 3.538, el artículo 19 Nº3 de la Constitución Política de la República en cuanto recoge el principio non bis in idem, y los artículos 11 inciso 2º y 41 inciso 4º de la Ley 19.880.

La construcción de la Resolución es explícita: la misma orden es a la vez cotización ficticia del artículo 53 y acción manipulativa del artículo 52. Así lo dice el considerando 6.2.2, según el cual "la orden señuelo, la orden manipulativa y la cotización ficticia, constituyen una acción (…) que, si se ingresan para afectar artificialmente el precio, constituyen una acción manipulativa de precios, prohibida". Y así lo declara la sección VI, que tiene por configurada una única "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".

No hay dos conductas. Hay una conducta calificada dos veces.

---

[26] *Resolución Exenta Nº3.290, de 11 de mayo de 2023, de la Comisión para el Mercado Financiero.*

[27] *Considerando 12º de la sentencia de 12 de julio de 2024, de la Excma. Corte Suprema, Tercera Sala, causa Rol Nº1.538-2024, que verificó que la multa impuesta por la Comisión se encontrara "dentro del marco legal establecido que alcanza hasta UF 100.000".*

El principio non bis in idem impide valorar dos veces el mismo hecho en perjuicio del sancionado, y su vigencia en sede administrativa se sigue de la aplicación de los principios del orden penal al ejercicio del ius puniendi estatal, que el Tribunal Constitucional ha reconocido de modo constante al señalar que "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"[28].

Cuando un mismo hecho queda subsumido en dos preceptos, lo primero que corresponde es resolver la relación entre ellos. El Tribunal Constitucional ha fijado el criterio, manifestando que hay concurso de normas, y no de infracciones, cuando "la apreciación idéntica de los mismos hechos" determina que "una conducta debe absorber completamente el desvalor de la otra"[29]. Y ha estimado constitucionalmente objetable que un mismo incumplimiento se desglose bajo varios literales cuando los efectos provienen del mismo núcleo de conducta y los bienes protegidos son homogéneos[30]. La Resolución no aborda ninguna de esas cuestiones. No dice si estima que ambas figuras concurren en concurso ideal, si una consume a la otra, ni de qué manera la doble calificación incidió en el monto.

Ese silencio tiene una segunda consecuencia. El resuelvo aplica "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", sin distinguir qué parte del monto corresponde a cada una. Si alguna de las dos subsunciones resultara improcedente, no habría manera de saber qué subsiste de la sanción.

Algo parecido ocurre con la reiteración. La decisión califica la infracción de "reiterada" y la refiere a 34.038 casos. El artículo 38 no contempla la reiteración entre los criterios de determinación del monto, y el artículo 37 Nº2 letra a) la considera sólo para el caso de haber sido el infractor sancionado antes por infracciones de la misma naturaleza, hipótesis que el propio considerando 3.5 descarta. La Resolución no explica, entonces, cómo operó la reiteración sobre el monto: si como agravación, si multiplicando unidades infraccionales, o de algún otro modo.

---

[28] *Considerando 3º de la sentencia del Tribunal Constitucional, causa Rol 5.018-18-INA. En el mismo sentido se han pronunciado las sentencias del mismo órgano en las causas Roles 294-96, 479-2006, 480-2006, 1413-2010, 1518-2010 y 2381-2013. Véase también el Dictamen Nº13.790, de 28 de febrero de 2013, de la Contraloría General de la República.*

[29] *Considerando 31º de la sentencia de 5 de julio de 2018, del Tribunal Constitucional, causa Rol Nº3385-17-INA. En el mismo sentido, considerando 33º de la sentencia de 12 de junio de 2018, del mismo órgano, causa Rol Nº3054-16-INA, apartado "G.- Concurso de normas punitivas y no concursos de infracciones".*

[30] *Considerandos 7º y 13º a 22º de la sentencia de 8 de octubre de 2020, del Tribunal Constitucional, causa Rol Nº8484-20-INA.*

A&C soporta, en definitiva, una multa única cuya composición desconoce, apoyada en un hecho valorado dos veces bajo preceptos distintos y afectada por una calificación de reiteración cuyo efecto sobre el monto no se expresa.

La petición que se formula, atendidos los vicios expuestos, es que se deje sin efecto la RE 9.913, eximiendo de responsabilidad a nuestra representada.

Subsidiariamente, para el caso de que el Consejo no acoja esa pretensión y estime que subsiste alguna forma de responsabilidad, pedimos que se rebaje sustancialmente la multa, sobre la base de una ponderación conjunta, explícita y proporcional de los criterios del artículo 38 del DL 3.538, atendidas la ausencia de sanciones previas que la propia Resolución reconoce, la capacidad económica que ella misma tiene por establecida y las sanciones que esta Comisión ha aplicado antes por infracciones a los artículos 52 y 53 de la LMV….".

III. ANÁLISIS.

1. En primer lugar, la Recurrente no esgrimió nuevos antecedentes en su Reposición y, a su vez, aquellos antecedentes que se reiteraron en el Recurso ya fueron ponderados en la Resolución Sancionatoria.

Por tanto, no se han invocado alegaciones o antecedentes que logren desvirtuar lo ya razonado en la Resolución Sancionatoria.

2. Que, la controversia planteada por la Recurrente se encuentra encaminada a reprochar lo siguiente:

2.1. En cuanto a la alegación *"La Resolución sanciona, bajo el artículo 53 de la LMV, algo que ese artículo no proscribe".*

Sobre este punto, la Recurrente expone una serie de planteamientos relacionados con la falta de configuración de la conducta sancionada por el artículo 53 de la LMV.

En torno a tales alegaciones, debe considerarse que la Resolución Sancionatoria estableció que, entre el 13 de marzo de 2022 y el 12 de septiembre de 2024, la Recurrente logró hacer variar artificialmente el precio de acciones en 34.038 operaciones, utilizando para ello cotizaciones ficticias llevadas a cabo en la Bolsa de Comercio de Santiago ("BCS").

Para tales efectos, 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 Recurrente procedió inmediatamente a ingresar una orden contraria, materializando una operación de compraventa de acciones en la Bolsa de Comercio que le permitió beneficiarse de la distorsión creada por la orden señuelo.

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

En este orden de ideas, según se razonó en la Resolución Sancionatoria, las declaraciones de los testigos son contestes en que se ingresaron órdenes de compra o venta de acciones en la BCS sin intención de que fueran calzadas y que, por tanto, se introdujo en el Mercado una postura de compra o venta que fue fingida.

Del mismo modo, conforme a los *logs* de ofertas y operaciones bursátiles enviada por la BCS y la información remitida por las corredoras Tanner y BTG sobre la actividad, operaciones y facturas de compraventas de acciones realizadas por A&C, así como las declaraciones testimoniales de los *traders* de A&C, 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 de magnitud relevante por un mismo lado del libro;

(ii) su vigencia brevísima, medida en segundos;

(iii) la tasa de cancelaciones realizadas por la Investigada (34.038 veces); y

(iv) que la cancelación se gatilla cuando un tercero iguala o mejora el precio de la postura señuelo, esto es, en el instante en que la ejecución deviene inminente.

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 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.

Por el contrario, los antecedentes incorporados al Procedimiento dieron cuenta de un patrón de la Recurrente, consistente, reiterado y extendido en el tiempo de ingresos y cancelaciones de órdenes en un breve tiempo sin voluntad de calce en el sistema 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 fuera calzada a fin de materializarla, es decir, nunca pretendió comprar o vender las acciones que cotizó.

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 para manipular el precio de las acciones.

Así, quien realmente quiere comprar o vender no retira sistemáticamente su orden en el momento en que el mercado busca calzarla, por lo que se concluyó que 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 su función económica, ya que no hubo intención de vender o comprar, sino que sirvieron de señuelos.

De ese modo, y a diferencia de lo aseverado por la Recurrente, las conductas imputadas efectivamente se encuentran incluidas en la hipótesis del artículo 53 de la LMV.

En virtud de lo expuesto, se rechazarán estas alegaciones.

2.2. Sobre la alegación *"La Resolución no respondió la alegación que se le formuló sobre la Posición CMF 2019, sino una distinta.".*

En esta alegación, se indica "*…en el año 2019 la propia CMF publicó un documento oficial en el cual determinó que las conductas que reprocha a A&C estaban fuera de los contornos típicos de la LMV….".*

De la lectura de la Resolución Sancionatoria, aparece que se analizó minuciosamente la alegación reiterada en esta oportunidad por la Recurrente, por lo que el recurso no podrá prosperar al no resultar efectiva la premisa sobre la cual descansa.

En efecto, respecto a la prohibición de realizar cotizaciones ficticias contemplada en el artículo 53 inciso 1 de la LMV, se sostuvo que la propuesta de la CMF de 2019 no se refiere a dicha figura infraccional; y que, a su vez, siempre ha estado prohibido realizar cotizaciones ficticias, especialmente, ingresar y fingir órdenes de compra o venta en el sistema bursátil sin la intención de que sean calzadas.

Y, respecto de la prohibición de manipular precios del artículo 52 inciso 1° de la LMV, se indicó que con motivo de la reforma de 13 de abril de 2021 no resulta posible sostener que la Recurrente haya actuado amparada en la propuesta de la CMF de 2019, considerando que es 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, y, por tanto, debía ser cumplida por la Investigada.

De ese modo, 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".*

Es decir, 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.

De ese modo, y a diferencia de lo expuesto por la Recurrente, la Resolución Sancionatoria especificó las razones por las que dicha alegación no resultaba admisible.

Por lo anterior, se rechazarán estas alegaciones.

2.3. Sobre la alegación referida que *"La Resolución no se hizo cargo del problema probatorio que se le planteó, y lo poco que respondió lo confirma".*

En la reposición se alega que no resultaría posible dar por acreditada la secuencia de hechos que motivan el procedimiento.

Sin embargo, la Resolución Sancionatoria contiene un detallado análisis de 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 testimoniales de los *traders* de A&C.

Tales antecedentes son concordantes en establecer la efectividad y 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 que era el objetivo de A&C y el calce de esta última, 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.

Ello da cuenta y permite acreditar la existencia de una orden simulada, esto es, una cotización ficticia, y que dicho señuelo fue una acción encaminada a manipular artificialmente el precio de las acciones.

Por lo anterior las alegaciones sobre este punto, serán desestimadas.

2.4. Sobre la alegación que señala "*La Resolución descarta el error de prohibición sin hacer el examen que ese juicio requiere.*".

Esta alegación, fue particularmente analizada en la Resolución sancionatoria.

En efecto, respecto de la prohibición de manipular precios, en la Resolución Sancionatoria se sostuvo, entre otros aspectos, que el error de prohibición invencible resulta improcedente respecto de la Recurrente quien opera regularmente en el Mercado de Valores, considerando que los intermediarios, operadores y *traders* que operan en la BCS están sujetos a deberes reforzados de conocimiento de la regulación que disciplina la actividad que ejercen, por lo que no resulta atendible que invoquen la ignorancia de una prohibición publicada en el Diario Oficial y que estuvo precedida de una tramitación legislativa.

Por tanto, es inexcusable desde un punto de vista fáctico y jurídico que la Recurrente, en su calidad de operador habitual en Bolsa y ya con casi un año de entrada en vigencia de la reforma legislativa, haya desconocido entre el 13 de abril de 2022 y 12 de septiembre de 2024 que las acciones destinadas a manipular y afectar artificialmente el precio de valores de oferta pública se encontraban prohibidas, por lo que no concurre ninguno de los presupuestos del error de prohibición invencible invocados por la Defensa en este punto.

Por su parte, la acción de realizar cotizaciones ficticias ya era ilícita bajo el artículo 53 inciso 1° de la LMV desde 1981 y el error de prohibición exige invencibilidad, lo que resulta a todas luces improcedente en el caso de marras, tratándose la Investigada -y sus *traders*- de un operador habitual en Bolsa, lo que exige el conocimiento de las reglas para operar, considerando que suscribió un contrato de servicio de terminales de negociación para el ruteo directo de órdenes al mercado.

Adicionalmente, se debe considerar que tanto la manipulación de precios como las cotizaciones ficticias han sido tratadas como ilícitas por la regulación desde su origen, lo que lleva a descartar el supuesto error de prohibición invencible.

Por lo anterior, las alegaciones de la Defensa en esta materia serán desestimadas.

2.5 Sobre la alegación *"La Resolución enumera los criterios del artículo 38 del DL 3.538, pero no explica cómo se llega desde ellos a 25.000 Unidades de Fomento."*

En torno a este planteamiento, cabe hacer presente que, a diferencia de lo expuesto por el Recurrente, la Resolución Sancionatoria ponderó adecuadamente todas las circunstancias exigidas por el artículo 38 del DL N°3.538, analizando pormenorizadamente cada uno de los aspectos contemplados en dicha norma.

En efecto, consta en la Resolución Recurrida que se ponderaron todas las circunstancias previstas en la normativa, de forma que el desacuerdo con dicha ponderación en modo alguno implica que tales elementos no hayan sido adecuadamente considerados.

A su vez, en relación con el beneficio económico derivado de la infracción, cabe manifestar que éste fue conocido por el sancionado al formulársele cargos, habiéndose otorgado la oportunidad

de controvertirlo, y en definitiva, en la sanción se rechazó fundadamente la alegación de la Defensa de la Recurrente, pues la maniobra que realizó tuvo por finalidad hacer variar artificialmente el precio de las acciones para operaciones realizadas en un momento determinado en la BCS, por lo que, en este caso, el beneficio obtenido con ocasión de la infracción se deriva directamente de la diferencia de precio que provocó con sus cotizaciones ficticias encaminadas a manipular ese precio, y que se materializó en las transacciones realizadas por A&C en condiciones generadas artificialmente.

Por otra parte, cabe hacer presente que la ponderación de las sanciones previamente aplicadas constituye uno de los parámetros considerados por el artículo 38 del DL N°3.538 para la determinación de la multa, elemento que debe ser ponderado en conjunto con los demás parámetros que están establecidos en dicho Decreto Ley. En esta parte, la Resolución Sancionatoria ya consideró que la Recurrente no había sido sancionada previamente.

Finalmente, en torno a la capacidad económica del Recurrente, cabe señalar que es uno de los elementos que, de acuerdo con la normativa, debe ser considerado en conjunto con los demás parámetros establecidos en la norma.

En este punto, la Resolución Sancionatoria ya consideró que al cierre del ejercicio 2024, el capital propio tributario invocado por A&C ascendería a $52.076.561.-, según constaría del Formulario F22 para el Año Tributario 2025; y, que los activos totales de la sociedad al 31 de diciembre de 2024 informados por A&C alcanzarían los $69.305.731 según un documento que denomina “Balance de A&C SpA al 31 de diciembre de 2024”.

Sin embargo, no puede pasarse por alto el carácter gravísimo de la conducta incurrida, el daño o riesgo ocasionado y, entre otros, el beneficio económico obtenido de $860.062.000.-, de modo que la reducida capacidad patrimonial invocada no puede ser una excusa para eludir una sanción proporcional a la infracción incurrida que evalúe los elementos contemplados en el artículo 38 del DL N°3.538 en su conjunto.

Por lo anterior, las alegaciones de la Defensa en esta materia serán desestimadas.

2.6. Sobre la alegación en torno a que *“La Resolución no dice cuál de las tres alternativas del artículo 37 Nº2 fija el marco de la multa.”*

En relación con estos argumentos, es menester precisar que la Resolución Sancionatoria establece una multa de UF 25.000 lo que se enmarca dentro del rango legal de hasta UF 100.000 (la que puede ser hasta cinco veces más en caso de reincidencia) y que se encuentra establecido en el artículo 37 N°2 letra a) del DL 3.538. A su vez, la determinación del rango y monto se efectuó considerando cada uno de los criterios orientadores contemplados en el artículo 38 del DL 3.538.

Por lo expuesto, se descartará esta alegación.

2.7. En cuanto a la alegación "*Un mismo hecho sancionado dos veces, una multa única sin desglose y una reiteración cuyo efecto no se explica*".

Finalmente, y en torno a esta alegación, cabe precisar que se ha cursado una sola y única sanción por los hechos infraccionales acreditados en esta instancia, por lo que no resulta efectiva la alegación según la cual un mismo hecho habría sido sancionado dos veces. Tampoco consta que se haya aplicado una sanción anterior por las mismas conductas a la Recurrente.

Por su parte, es menester ponderar que 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.

A continuación, 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. De este modo, la norma protege, entre otros, la veracidad y autenticidad de la información de Mercado que se incorpora al sistema bursátil y la confianza de los inversionistas en que las posturas exhibidas en el libro de órdenes expresan un interés negocial real en la Bolsa de Comercio.

En la especie, las conductas acreditadas en el presente Procedimiento configuran incumplimientos a la prohibición de manipular precios de valores de oferta pública del artículo 52 inciso 1° y de realizar cotizaciones ficticias del artículo 53 inciso 1° de la LMV.

A su vez, respecto de la reiteración, cabe precisar que en el presente caso se verificó que la Recurrente realizó de forma repetida, consistente y extendida en el tiempo, 34.038 cotizaciones ficticias con la finalidad de alterar el precio de acciones en la BCS, configurando, de ese modo la reiteración de que da cuenta la sanción recurrida.

Por tanto, las alegaciones en esta materia serán rechazadas.

2.8. Por las razones anteriormente expuestas, se rechazarán los argumentos contenidos en el recurso de reposición.

IV. DECISIÓN.

1. Que, conforme a lo expuesto, este Consejo considera que la Reposición impetrada no aporta elementos que logren desvirtuar los hechos sancionados, por lo que se rechazará.

2. Que, en virtud de todo lo anterior y las disposiciones señaladas en los vistos, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, en **Sesión Ordinaria N°517, de fecha 8 de octubre de 2026**, dictó esta Resolución.

EL CONSEJO DE LA COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO RESUELVE:

1. Rechazar en todas sus partes la reposición interpuesta por **Asesorías e Inversiones A&C SpA** en contra de la **Resolución Exenta N°9.913 de 10 de septiembre de 2026, manteniendo la sanción de multa de 25.000.- Unidades de Fomento**.

2. Remítase a la Recurrente copia de la presente Resolución, para los efectos de su notificación y cumplimiento.

3. Contra la presente Resolución procede el reclamo de ilegalidad contemplado en el artículo 71 del DL 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 con lo establecido en el artículo 66 del Código de Procedimiento Civil, contado desde la notificación de la presente Resolución.

Anótese, notifíquese, comuníquese y archívese.

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