

**POR MANO**

Oficio Ordinario N° 26377 - 11/10/2011



2011100147526  
Fiscalía de Valores



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS



RINTENDENCIA  
RES Y SEGUROS

ANT.:

1) Oficio N°21.685 de esta Superintendencia de 19.08.11.

2) Reposición interpuesta por la sociedad en contra del oficio antes señalado de fecha 26.08.11.

3) Solicitud de la sociedad de 20.09.11.

4) Oficio N°24.976 de esta Superintendencia de 26.09.11 que responde solicitud del número 3).

MAT.:

Resuelve reposición.

DE : SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS

A : SR. JAIME HERRERA  
GERENTE GENERAL  
CB CORREDORES DE BOLSA S.A.  
AV. APOQUINDO 3039, PISO 15, COMUNA DE LAS CONDES  
SANTIAGO.

En atención a su presentación del número 2 del antecedente, por la cual en mérito de lo dispuesto en el artículo 10 de la Ley N° 18.575 y artículo 59 de la Ley N° 19.880, deduce recurso de reposición en contra del Oficio N°21.685 de esta Superintendencia, de fecha 19 de agosto de 2011, en virtud del cual este Organismo ha instruido a la sociedad de su gerencia, para que adopte las medidas necesarias respecto de considerar la inversión que mantiene en acciones de la sociedad Curauma S.A. como "Inversiones en Sociedades", lo que implica que la citada inversión debe descontarse del "Total de activos", para los efectos de la determinación de patrimonio, liquidez y solvencia de la sociedad corredora de acuerdo a la Norma de Carácter General N° 18, y Circular N°1992 de 2010, esta Superintendencia señala lo siguiente:



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

1.- El Oficio N°21.685 de esta Superintendencia, objeto de este recurso indica que: "En información proporcionada por esa corredora de bolsa a este Organismo Fiscalizador, se ha constatado que la sociedad de su gerencia mantiene una inversión en acciones de Curauma S.A., que al 5 de agosto de 2011 alcanzaba al 9.93% de las acciones de ese emisor y que la mayor parte de esa inversión ha permanecido en su cartera propia por un período de al menos 17 meses. Al respecto, el señor Manuel Cruzat Infante, controlador del grupo al que pertenece CB Corredores de Bolsa S.A. informó a este Servicio, el 17 de agosto de 2011, la existencia de una política de inversión que comprende la decisión de no vender acciones Curauma.

En consideración a lo expuesto, es posible concluir que en relación a estas acciones, CB Corredores de Bolsa S.A. no tiene el propósito de negociarlas, sino más bien el de mantenerlas en su propiedad. Por lo tanto, en conformidad con las normas de información financiera (IFRS) aplicables a los intermediarios de valores según Circular N°1992 de 24.12.10, la referida inversión debe considerarse para efectos de la preparación de los estados financieros y para la determinación de las condiciones de patrimonio, liquidez y solvencia definidas en la Norma de Carácter General N°18, como "Inversiones en sociedades".

2.- La sociedad en el recurso deducido expone como principales argumentos que:

- a) La duda radica en resolver si las acciones de la sociedad Curauma S.A. clasificadas por la sociedad corredora en su cartera propia fueron adquiridas con *la intención de negociar y generar ganancias o si, al revés, se trata de valores adquiridos sin ese ánimo de negociarlos*, por lo que deberían ubicarse como inversión en sociedades.

El citado intermediario señala que el oficio referido interpreta las disposiciones de la Circular N°1992 de 2010, respecto de los activos de renta variable e inversiones en sociedades, en el sentido que para la clasificación de una determinada inversión en estas categorías bastaría declarar de manera formal que su intención, al adquirir las acciones Curauma era negociarlas y que no lo ha hecho durante 17 meses porque estima que siguen a un precio bajo y espera que mejoren su valor cuando se apruebe el Plan Regulador Metropolitano de Valparaíso o por cualquiera otra razón, ya que, siguiendo el criterio de la Superintendencia de Valores y Seguros, sólo basta lo que se dice.

- b) Afirma que la clasificación y medición impuesta por la Superintendencia de Valores y Seguros, en el oficio impugnado, se opone a la decisión de negocios adoptada por la compañía, además a lo señalado en la Circular N°1992, como también se contrapone a lo indicado en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) N°9 en los párrafos 5.4.4 y a las definiciones del modelo de negocio señaladas en esta misma norma contable.

Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449  
Piso 9<sup>o</sup>  
Santiago - Chile  
Fono: (56-2) 473 4000  
Fax: (56-2) 473 4101  
Casilla: 2167 - Correo 21  
[www.svs.cl](http://www.svs.cl)



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

- c) Argumenta que "En efecto, lo referido por el controlador, tal y como el propio Oficio lo dice (aunque después lo olvide), fue que opera sobre la base de "una política de inversión" y no para determinar la clasificación conforme a lo dispuesto en el artículo 29 de la Ley N°18.045, en relación con la Circular N°1992 y la Norma de Carácter General N°18, respecto de los valores adquiridos por CB Corredores de Bolsa S.A.

Huelga recordar que el controlador del grupo de empresas al que pertenece mi representada ha definido, desde hace varios años, una *política de inversión* consistente en adquirir acciones de la emisión de Curauma S.A. pues estima que ellas se encuentran subvaloradas, a consecuencia de imperfecciones de nuestro Mercado de Capitales...."

- d) Agrega que "aún cuando en ese tiempo o en cualquiera otro, la Corredora no hubiera vendido una sola de esas acciones, ello no impide clasificarlas en la categoría en que hoy se encuentran, lo que implica la intención de venderlas, en caso de ser necesario, útil o por cualquiera otra razón de negocios, en ejercicio de las facultades esenciales del dominio que la Constitución garantiza a mi representada, aunque en el global y dada -no la mera intención- sino la política de inversión definida por el controlador es muy probable que, a nivel de grupo, las adquisiciones de acciones de la emisión de Curauma S.A. sean siempre mayores que sus enajenaciones; y, más todavía, que en el neto también las compras por la Corredora sean más que las ventas de acciones Curauma."

Señala "De lo expuesto, en consecuencia, queda claro que una es la "*política general de inversión* del controlador y otra la *intención* respecto de valores adquiridos en el marco de una compañía -Corredora- que tiene disposiciones espacialísimas que obligan a subordinar la política del controlador a la normativa que rige estas últimas, lo cual no está en discusión y tanto es así que fueron clasificadas en el ítem objetado."

- e) Señala que la Superintendencia conocía con anterioridad al 17 de agosto de 2011 las políticas de inversión del grupo y de la clasificación de las acciones Curauma en activos de renta variable (cartera propia) y que no fueron cuestionadas.
- f) Concluye que el citado oficio incurre en una impropiedad de base consistente en asimilar la definición de una política de inversión del controlador (crecimiento neto en la participación societaria) a la de una sociedad perteneciente al grupo controlador, como si se tratara de una sola persona, o sea, con una voluntad/intención única, indivisible e inseparable, sin reconocer que se trata de personas distintas que obran y deben obrar en definitiva, por separado, debiendo cada una actuar no sólo conforme a sus propios designios, necesidades, objetivos e intenciones sino que conforme la normativa especial que la regule.

Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449  
Piso 9<sup>o</sup>  
Santiago - Chile  
Fono: (56-2) 473 4000  
Fax: (56-2) 473 4101  
Casilla: 2167 - Correo 21  
[www.svs.cl](http://www.svs.cl)



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

- g) Señala que "Lo que sucede, en definitiva y para concluir, es que la recta y correcta interpretación de la normativa aplicable a este caso, conduce, necesaria e inevitablemente a sostener que la única manera objetiva, irrefutable y susceptible de ser monitoreada la calidad o condición en que se poseen unas acciones, es la cuenta, partida o ámbito donde las sitúa quien las adquirió, más allá de la política de inversión que manifieste su controlador perfectamente compatible con lo anterior.

Así, la recta interpretación del marco jurídico que rige esta materia requiere razonar exactamente a la inversa de cómo lo hace el Oficio objeto, pues no es la intención de alguien -quién quiera que sea- la que define el lugar donde se tienen que ubicar los valores en cuestión, sino que es su ubicación la que determina la intención."

3.- Analizados los argumentos antes expuestos por la recurrente, esta Superintendencia señala que:

- a) En relación a lo señalado en las letras a) y b) del número 2 del presente oficio, la normativa vigente aplicable en la especie, esto es, la Circular N°1992 de 2010, establece el Modelo de Presentación de Estados Financieros de acuerdo a IFRS para los intermediarios de valores, y señala que una inversión en acciones de un determinado emisor debe clasificarse en el Estado de Situación Financiera como **Renta variable a valor razonable cartera propia** cuando corresponden a **valores adquiridos con la intención de negociar y generar ganancias producto de la compraventa de los mismos o por fluctuaciones de precios.**

Por su parte, se deberán clasificar en **Inversiones en sociedades** aquellas inversiones en sociedades en las que el intermediario **posee la capacidad de ejercer influencia significativa y son valoradas por el método de la participación (VP)** y aquellos **valores adquiridos sin el ánimo de negociar y que se valorizan a valor razonable por patrimonio.**

Por su parte, la misma Circular antes señalada en su introducción establece que la información a presentar, deberá hacerse en base a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC, IAS en su sigla en inglés), Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, IFRS en su sigla en inglés). Analizada esta normativa, en el **Apéndice A Definiciones de Términos de la IFRS 9<sup>1</sup>** se

<sup>1</sup> IFRS 9 solo disponible en inglés.

Held for Trading: A financial asset or financial liability that:  
(a) is acquired or incurred principally for the purpose of selling or repurchasing it  
the near term  
(b) ....  
(c) .....



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

señala, entre otros, que un activo financiero mantenido para negociar es aquél que se adquiere principalmente con el objetivo de venderlo en un futuro inmediato<sup>2</sup>.

Ahora bien, la intencionalidad debe analizarse en el contexto de los hechos, vale decir, si la sociedad durante el transcurso del tiempo ha tenido un comportamiento con acciones concretas respecto de los valores en cuestión, tales como compras y ventas activas y frecuentes, búsqueda activa de compradores o un plan de liquidación en el corto plazo.

Por otra parte, al comprar estas acciones con intención de venta, la sociedad debe evaluar las posibilidades de la venta de las mismas en el corto plazo, es decir, de acuerdo al mercado debe tener la probabilidad de liquidar esas inversiones en un corto plazo, o lo que es igual la posibilidad de venta debe ser alta evaluando las fluctuaciones de precio por la demanda de las mismas.

En los hechos nada de eso ha ocurrido, en el período comprendido entre enero de 2010 y mayo de 2011, CB Corredores de Bolsa S.A. efectuó operaciones en acciones Curauma de su cartera propia, y que son aquellas mencionadas por la corredora en el recurso de reposición (página 8) para indicar, en contraposición a lo que señala el Oficio Ord. N°21.685, que efectivamente hubo operaciones en ese período, pero éstas corresponden fundamentalmente a operaciones efectuadas con otras empresas relacionadas al Grupo de Empresas CB, fuera de bolsa. En efecto, en el citado período, el 95% de las operaciones de venta realizadas, por un monto ascendente a \$6.089 millones, se efectuaron a empresas relacionadas. Al respecto, se hace presente que al 30 de septiembre de 2011, empresas relacionadas a la corredora de bolsa le adeudan aproximadamente \$ 5.800 millones.

Adicionalmente, el 91% de las operaciones de venta de acciones Curauma S.A. realizadas fuera de rueda.

En consecuencia, no se trata sólo de declarar una intención como lo ha señalado la recurrente, sino que la intención debe quedar plasmada en una serie de hechos concretos que concatenados lleven a concluir que las inversiones efectivamente se mantienen con la intención de negociarlas en un corto plazo.

- b) En relación a lo señalado en las letras c), d) y f) del número 2 de este oficio, en cuanto a las declaraciones del controlador respecto a la política de inversión, éstas sólo llevan a concluir que en lo que concierne a la búsqueda permanente de posibles compradores o un plan de liquidación de las inversiones por parte del

<sup>2</sup> Traducción no oficial



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

grupo al cual pertenece CB Corredores de Bolsa S.A. no existen tales hechos, como tampoco, en la sociedad corredora, sino que por el contrario, la política de inversión y el aumento de la participación del grupo en este emisor, reflejan la intención de mantener la citada inversión. Dentro de esa política la corredora mantiene un porcentaje de participación en la propiedad de Curauma S.A., de 8,93% al 30 de septiembre de 2011.

Asimismo, respecto a las afirmaciones en cuanto a que “aún cuando en ese tiempo o en cualquiera otro, la Corredora no hubiera vendido una sola de esas acciones, ello no impide clasificarlas en la categoría que hoy se encuentran, lo que implica la intención de venderlas, en caso de ser necesario, útil o por cualquiera razón de negocios, en ejercicio de las facultades.....”, cabe señalar que los argumentos antes expuestos son absolutamente obvios en el sentido que toda inversión puede ser objeto de venta inmediata, si las condiciones de la oferta son ventajosas o por cualquier otro motivo. Lo que distingue a las inversiones mantenidas para negociación es precisamente que, independiente de la necesidad del momento, o de cualquier otro factor, debe estar la intención de enajenarlas en el más breve plazo, lo que debe quedar plasmado en una serie de hechos o acciones concretas.

En el mismo orden de ideas de lo anterior, respecto a la capacidad efectiva de CB Corredores de Bolsa S.A. de liquidar la inversión en acciones Curauma en el mercado, al precio que actualmente valoriza estas acciones, se observan los siguientes hechos objetivos que limitan esta capacidad:

- El monto promedio diario de transacción en bolsa de esta acción, no superó los \$16 millones, entre enero y septiembre de 2011, mientras que la inversión en acciones Curauma de CB Corredores de Bolsa S.A. alcanza a \$10.504 millones al 30 de septiembre de 2011. Lo anterior es indicativo de la dificultad que podría presentarse para liquidar esta inversión.
- En el período comprendido entre el 4 de octubre de 2010 y 10 de enero de 2011, se determinó que las compras efectuadas en bolsa corresponden mayoritariamente a CB Network, entidad relacionada al Grupo CB.
- Que el 85% de las acciones del emisor Curauma son de propiedad de varias empresas del grupo al 30 de junio de 2011, según lo reconoce y destaca la recurrente en su presentación.
- Que como ya se señaló, el 95% de las operaciones de venta de acciones Curauma S.A., realizadas entre enero de 2010 y mayo de 2011, por un monto ascendente a \$6.089 millones, se efectuaron a empresas relacionadas y que el 91% de las operaciones de venta de esas acciones realizadas por la corredora, ascendente a \$ 5.822 millones, corresponde a operaciones efectuadas fuera de rueda.



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

- c) A mayor abundamiento, otro elemento a tener en consideración con el fin de calificar estas inversiones, lo encontramos en la definición que la Circular N°1992 establece para las **Inversiones en sociedades**, la cual señala “En este subgrupo se incluyen inversiones en sociedades en las que el intermediario posee la capacidad de ejercer influencia significativa y son valoradas por el método de la participación (VP) y aquellos valores adquiridos sin el ánimo de negociar y que se valorizan a valor razonable por patrimonio.”

La NIC 28 define como influencia significativa:

“6. Se presume que el inversor ejerce influencia significativa si posee, directa o indirectamente (por ejemplo, a través de subsidiarias), el 20 por ciento o más del poder de voto en la participada, salvo que pueda demostrarse claramente que tal influencia no existe. A la inversa, se presume que el inversor no ejerce influencia significativa si posee, directa o indirectamente (por ejemplo, a través de subsidiarias), menos del 20 por ciento del poder de voto en la participada, salvo que pueda demostrarse claramente que existe tal influencia. La existencia de otro inversor, que posea una participación mayoritaria o sustancial, no impide necesariamente que se ejerza influencia significativa.

7. Usualmente, la existencia de la influencia significativa por parte del inversor se evidencia a través de una o varias de las siguientes vías..... (d) intercambio de personal directivo.”

En el caso en comento, la corredora ha mantenido una inversión equivalente al menos al 8.93% de la propiedad del emisor Curauma S.A. desde marzo del año 2010, y el director de la sociedad corredora, don Iván Rojas Bravo, es a su vez, gerente de finanzas de Curauma S.A.

Lo anterior permite afirmar que la sociedad corredora tiene influencia significativa sobre las políticas financieras y de operación de Curauma S.A., más aún considerando que el 85% de la propiedad del emisor Curauma S.A. pertenece al Grupo de Empresas CB, del cual es parte la sociedad corredora que mantiene el porcentaje citado en el párrafo anterior.

- d) En cuanto a lo afirmado por la sociedad corredora y que se señala en la letra e) del número 2 del presente oficio, en el sentido que la Superintendencia conocía con anterioridad al 17 de agosto de 2011, las políticas del Grupo y la clasificación de sus inversiones en activos de renta variable-cartera propia, cabe señalar que la Norma de Carácter General N° 299 que modificó la Norma de Carácter General N° 18, para efectos de la determinación de patrimonio, liquidez y solvencia, comenzó a regir el 1° de enero de 2011, sin embargo, conforme a la misma normativa aplicable a los intermediarios de valores, hasta el 31 de marzo de 2011 podían aplicar las condiciones de liquidez y solvencia patrimonial bajo la

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



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

normativa vigente al 31 de diciembre de 2010, situación que debía ser comunicada a este Servicio a más tardar el 4 de enero de 2011. En el caso en comento, la sociedad corredora con fecha 4 de enero de 2011, comunicó en virtud de la norma antes citada, que aplicaría hasta el 31 de marzo de 2011 las condiciones de liquidez y solvencia patrimonial bajo la normativa vigente al 31 de diciembre de 2010.

En consecuencia, la normativa base del Oficio recurrido para la determinación de las condiciones de patrimonio, liquidez y solvencia, sólo fue aplicable a la sociedad a partir del 1º de abril de 2011.

- e) **En cuanto al argumento señalado en la letra g) del presente oficio,** la interpretación dada respecto a que el lugar donde destina la sociedad sus inversiones determina la intención, cabe señalar precisamente que este destino no es arbitrario, por cuanto, la finalidad perseguida por la normativa es que estas inversiones puedan liquidarse fácilmente y es por ello que influyen en la determinación de los índices de una sociedad corredora. Es así, que para contabilizar una inversión en renta variable, al momento de adquirir la inversión, el intermediario debe tener la intención de negociar y como es lógico tener una expectativa de generar ganancias en el corto plazo y, para lo cual es esperable que previamente haya evaluado las condiciones que lo llevan a tener esa intención y luego contabilizar de acuerdo a todos estos elementos.

4.- En consecuencia, en atención a que los antecedentes de hecho y derecho expuestos en su presentación, no aportan nuevos elementos que no se hayan tenido a la vista al dictar el oficio recurrido y que no constituyen mérito suficiente para acceder a lo solicitado, se desestima la reposición interpuesta en lo principal de su presentación.

5.- En cuanto al primero otrosí y segundo otrosí de su presentación, en los cuales solicita conforme lo dispuesto en el artículo 17 de la Ley N°19.880, copia autorizada de los documentos que rolan en el expediente, y copia íntegra del expediente donde prestó declaración don Manuel Cruzat Infante el 17 de agosto de 2011, quien comparece en el escrito presentado, cumple con señalar que a la fecha este Organismo ha realizado actuaciones de fiscalización respecto de la corredora, las cuales derivaron en una instrucción que ha sido objeto de reposición por dicha entidad. En atención a lo anterior y a lo dispuesto en el inciso 2º del artículo 29 de la Ley N°19.880, y no existiendo un procedimiento sancionatorio propiamente dicho en su contra, más allá de la correspondencia sostenida entre las partes referidas y que dieron pie a dicha instrucción (y la posterior reposición), no existen más antecedentes públicos que poner a su disposición (en cuanto al proceso de fiscalización que dio lugar a la instrucción que se pide reponer), sin perjuicio de la entrega de copia de la declaración prestada ante este Organismo por emanar de quien la solicita.

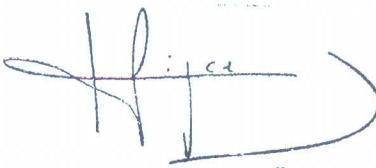
Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449  
Piso 9º  
Santiago - Chile  
Fono: (56-2) 473 4000  
Fax: (56-2) 473 4101  
Casilla: 2167 - Correo 21  
[www.svs.cl](http://www.svs.cl)



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

6.- En virtud de lo anterior, se deja sin efecto el Oficio N°24.976 de esta Superintendencia de fecha 26 de septiembre de 2011, mediante el cual se suspendió la medida de reclasificación contenida en el Oficio N°21.685 recurrido y se deberá dar estricto cumplimiento al mismo, adoptando las medidas necesarias para implementar lo dispuesto en él, dentro del plazo de 30 días corridos, a contar de la notificación del presente oficio. Las medidas que determine aplicar deberán ser informadas a este Servicio a más tardar el 17 de octubre de 2011.

Saluda atentamente a Ud.,



HERNÁN LÓPEZ BÖHNER  
INTENDENTE DE VALORES  
POR ORDEN DEL SUPERINTENDENTE

AMS/RAO