

Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago
Ingreso 812-2025
Secretaría Civil
Libro Contencioso Administrativo
Bulnes Muzard y otros con Comisión para el Mercado Financiero

En lo principal: **Asume representación.**

Primer otrosí: **Contesta reclamo.**

Segundo otrosí: **Personería.**

Tercer otrosí: **Patrocinio.**

ILUSTRÍSIMA CORTE DE APELACIONES DE SANTIAGO

MARCELO CHANDÍA PEÑA, Abogado Procurador Fiscal de Santiago, del Consejo de Defensa del Estado, con domicilio en Agustinas N°1225, piso 4, Santiago, Región de Metropolitana, en representación de la Comisión para el Mercado Financiero, persona jurídica de derecho público, con domicilio en Avenida Libertador Bernardo O'Higgins N° 1449, Torre N° 1, Piso N° 9, comuna de Santiago, en autos individualizados en la presuma de esta presentación, a S.S. Il'tma. respetuosamente digo:

Solicito tener presente que, por acuerdo adoptado por el Consejo de Defensa del Estado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 3° N° 3 del DFL. N° 1, del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial de 7 de agosto de 1993, que fijó el texto refundido, coordinado y sistematizado de la Ley Orgánica del Consejo de Defensa del Estado, asumo la representación judicial de la Comisión para el Mercado Financiero, requerida en estos autos, para todos los efectos legales.

Por tanto,

Ruego a S.S. Ilustrísima, tenerlo presente para todos los efectos legales.

Primer otrosí: Que, de conformidad con el artículo 71 del D.L. N°3.538, que Crea la Comisión para el Mercado Financiero, vengo en evacuar el traslado conferido por **resolución de fecha 9 de octubre de 2025, y notificada mediante correo electrónico de fecha 10 de octubre de 2025**, respecto del reclamo de ilegalidad (en adelante, también, **Reclamo**) deducido por **Andrea Larraín Soza, Sebastián Cereceda Silva, José Correa Achurra, Jaime Oliviera Sanchez-Moliní y Andrés Bulnes Muzard (Reclamantes" o Directores"**), en contra de la **Resolución Exenta N°8537-2025 (Resolución Sancionatoria"**), que aplicó sanción de multa a los Reclamantes y en contra de la **Resolución Exenta N°10.080-2025**, que resolvió el

recurso de reposición interpuesto en contra de la precitada sanción, ambas dictadas por la **Comisión para el Mercado Financiero (Consejo”, Comisión” o CMF”)**, solicitando a S.S. Illtma. que, en definitiva, se sirva rechazarlo en todas sus partes, con costas, conforme a los antecedentes de hecho y fundamentos de derecho que paso a exponer:

I. CUESTIONES PRELIMINARES

I.1. INTRODUCCIÓN.

Para comenzar, es pertinente considerar que estamos frente a uno de los casos más graves y de mayor connotación desde la creación de la CMF, pues los directores de **Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos (LV AGF”, Administradora” o Recurrente”)** sobrevaloraron los activos del Fondo Capital de Inversión Estructurado I (Fondo”), como si se tratase de una participación en capital, *equity* representativo de una propiedad indirecta en acciones de Grupo Patio, en circunstancias tales que, en realidad, el activo del Fondo fueron títulos de deuda deteriorados en contra de Inversiones San Antonio, de propiedad del Sr. Antonio Jalaff, sociedad que atravesaba una mermada situación financiera e incluso había evaluado someterse a un Procedimiento Concursal.

Por si fuera poco, los sancionados actuaron en contra de sus deberes fiduciarios para con el Fondo y sus aportantes, pues, con los aportes reunidos, adquirieron créditos en *default* a su valor nominal, sin negociar su precio ni considerar descuento alguno por el riesgo de que no fueran pagados, a pesar de tratarse de títulos de deuda deteriorados por juicios, morosidades, intereses, entre otros, lo que, en definitiva, terminó beneficiando a los acreedores de Inversiones San Antonio quienes recibieron el pago íntegro del crédito, en contra de los intereses del Fondo el cual adquirió a un sobreprecio títulos de deuda, repetimos, manifiestamente deteriorados.

Hasta abril del año 2022, el Sr. Antonio Jalaff formó parte de Grupo Patio integrando un comité de ejecutivos con el cargo de vicepresidente ejecutivo, momento en el que presentó su renuncia en virtud de que se encontraba atravesando una delicada situación financiera, pues a través de su sociedad Inversiones San Antonio había acumulado una deuda de alrededor de \$25.000 millones sin poder hacer frente a sus compromisos financieros y crediticios. Así, en mayo de 2022, en las conversaciones que buscaban solucionar la falta de liquidez del Sr. Antonio Jalaff, se incorporó LV AGF, instancia en la que se analizó la

alternativa de crear un fondo de inversión público donde entrarían los distintos acreedores de Inversiones San Antonio.

No debe soslayarse que, al 31 de diciembre de 2022, el Sr. Antonio Jalaff Sanz mantenía una participación indirecta de la propiedad de Grupo Patio SpA de 3,87%, a través de distintas sociedades y fondos de inversión privados.

I.2. EL FONDO: Sobre la verdadera finalidad para la cual LV AGF habría creado el fondo y objetivo de comercializar cuotas de la Serie B.

En principio, LV AGF estructuró el Fondo para hacer frente a la disminuida situación financiera de Inversiones San Antonio de propiedad del Sr. Antonio Jalaff, fondo que fue aprobado por los sancionados de autos. De esa manera, los acreedores de Inversiones San Antonio podían sustituir sus créditos en *default* por cuotas en el Fondo.

Los acreedores de Inversiones San Antonio que ingresaron al Fondo fue un grupo muy reducido, principalmente, acreedores cuyos créditos no tenían mayores privilegios, garantías, etc. y se les denominó aportantes de la Serie A del Fondo.

Pero, eso no era suficiente.

Dado que sustituir los créditos de un grupo acotado de acreedores de Inversiones San Antonio por cuotas del Fondo no era un “negocio en sí”, LV AGF estructuró el Fondo a fin de comercializar cuotas de la Serie B y de esa manera **atraer dinero en efectivo de otros inversionistas para financiar el Fondo.**

De este modo, el Fondo se creó para hacer frente y reestructurar la mermada situación financiera de Inversiones San Antonio, de propiedad del Sr. Antonio Jalaff.

A su vez, **el Fondo se estructuró para adquirir títulos de deuda de Inversiones San Antonio que se encontraban deteriorados**, dada su mermada situación financiera, lo que era conocido por LV AGF y sus administradores.

Finalmente, el Fondo adquirió créditos en *default* y no un *equity* representativo de una propiedad indirecta en Grupo Patio. Por el contrario, el Fondo no tenía realmente una opción para “*canjear*” los créditos de Inversiones San Antonio por acciones que representaban una participación indirecta en Grupo Patio.

I.3. LA REESTRUCTURACIÓN: Sobre la verdadera naturaleza de los títulos de deudas que adquirió Larraín Vial para el Fondo.

LV AGF, en representación del Fondo, suscribió contratos de “novación, reconocimiento de deudas y promesa” por instrumentos privados con Inversiones Monterey (sociedad creada para estos

efectos y a la cual se le transfirieron los títulos de deuda de Inversiones San Antonio). Es decir, se sustituyeron los créditos deteriorados que tenían los acreedores vinculados a Inversiones San Antonio, por reconocimientos de deuda de Inversiones Monterey.

En tales contratos se pactó una promesa en la que dicha sociedad -Inversiones Monterey- informó que procedería a realizar una **reestructuración corporativa** consistente en la creación de una sociedad denominada NewCo a la que se le asignaría, aportaría o transferiría una participación indirecta en Grupo Patio que mantenía el Sr. Antonio Jalaff indirectamente a través de las sociedades Inversiones Santa Teresita y el FIP 180, y que se le asignaría la calidad de deudora de la nueva obligación novada.

Dicha cláusula no estaba sujeta a garantías, cláusulas penales ni ningún otro pacto que asegurara su cumplimiento, y dependía de la voluntad de terceros, entre otros riesgos e ineficacias del pacto.

Así y, dado el diseño legal del instrumento financiero, en la práctica nunca existió una opción”, canje” o conversión” del Fondo para convertir el activo subyacente que eran créditos en *default* por un *equity*, por cuanto no dependía de la voluntad del Fondo, esto es, del tenedor del instrumento, ya que lo que se acordó fue una mera promesa de Inversiones Monterey que dependía de la voluntad de terceros que no se encontraban obligados por dicho pacto, entre otros factores ajenos a la mera voluntad del Fondo.

A su vez, LV AGF “valorizó” inicialmente los activos que adquiriría el Fondo, esto es, los títulos de deuda deteriorados de Inversiones San Antonio (después, reconocimientos de deudas de Inversiones Monterey), como si se trataran efectivamente de un *equity*, esto es, una participación en la propiedad indirecta de acciones de Grupo Patio, lo que tendió -indebidamente- a sobrevalorarlos y fue éste valor el que se le entregó a los inversionistas. Es decir, LV AGF y sus administradores les informaron a los inversionistas que los activos subyacentes eran un *equity* (acciones que representaban una participación indirecta en Grupo Patio), a pesar de que la participación en la propiedad indirecta en Grupo Patio no era un hecho cierto, firme, ejecutado ni garantizado.

De esa forma, **los inversionistas, interesados y el Mercado de Valores recibieron una señal falsa**, desde que el Fondo y sus activos no correspondían a un *equity*, esto es, una participación indirecta en acciones de Grupo Patio, ni tampoco éste era realmente su objeto de inversión, pues los activos del Fondo fueron contratos de “*novación, reconocimientos de deudas y promesa*”, que eran realmente créditos en *default*.

LV AGF y sus Directores procuraron omitir los riesgos inherentes a los créditos en *default* que adquirió el Fondo, pues resolvieron -indebidamente- que se valorizaran los activos del

fondo como si fuera una participación en Grupo Patio, como si éste fuera realmente el activo subyacente de los instrumentos. Es decir, se consideró que el Fondo participaría sin duda alguna de forma indirecta en la propiedad de dicha sociedad, lo cual no era un hecho cierto, firme, ejecutado ni garantizado.

Así, **aparentaron un escenario** de 100% probabilidad de sustitución de los títulos de deudas deterioradas en contra de Inversiones San Antonio (después Inversiones Monterey) por una participación indirecta en acciones de Grupo Patio, en circunstancias que, la promesa dependía de la voluntad de terceros que no se encontraban obligados por dicho pacto, la cual, por lo demás, no se encontraba sujeta a ningún tipo de garantía, cláusula penal u otro y, en definitiva, la promesa jamás se materializó en el sentido de que el Fondo consolidara una propiedad indirecta en acciones Grupo Patio.

Para tales efectos, LV AGF contrató un valorizador externo, a quien le instruyó que debía valorizar tales créditos como *equity*. A este respecto, el valorizador declaró:

no me había tocado realizar valorizaciones de deuda por reestructuración de deudas por insolvencias, yo he visto otro tipo de fondos de deuda, pero no de este tipo, en este caso se trataba de un cambio de deuda por otro tipo de activo, acciones, lo que yo había visto eran fondos de deuda privada, entre otros... No estaba dentro de mi mandato revisar el reglamento interno, no revisé si la metodología de valoración estaba incorporada en aquel. No sabía que esto lo ponen en el reglamento interno”.

En un primer momento se me pidió determinar el valor de las deudas que tenía San Antonio con varios de sus acreedores al 31 de diciembre de 2022, yo entendí que se me pidió validar y valorizar los saldos insolutos, de hechos tuvimos discusiones de tasa de interés. En alguna de las tantas reuniones informativas (no recuerdo cual de todas las contrapartes lo solicitó) en las que planteaba distintas dudas, me comunican que va a haber un auditor independiente que iba a certificar el saldo insoluto de cada una de las deudas y que al final lo que ellos necesitarían sería la valoración del Grupo Patio, para el canje de las acciones. Este cambio me lo pudo haber dado cualquiera de las personas mencionadas, pero no recuerdo quien, en particular, pero en todos los casos lo validó LVA AGF.”

Adicionalmente **omitieron a los valorizadores que contrataron, antecedentes esenciales** como los juicios que rodeaban los títulos de deuda; el origen, documentos y la verificación de los créditos; la falta de la voluntad de terceros para realizar la estructuración corporativa; etc., **lo que incidió en definitiva en la errada premisa utilizada por éstos -los valorizadores- para valorizar los activos del Fondo.**

Lo anterior resultó contrario a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF”) 9 y 13, conforme a las cuales, el objetivo de la medición a Valor Razonable del instrumento respectivo, es establecer una estimación del precio que éste tendría en una transacción ordenada entre participantes del Mercado en la fecha de medición y bajo las condiciones de Mercado actuales y no, por el contrario, asignarle el valor de un instrumento financiero de distinta naturaleza y características.

A la fecha de la medición lo único que había adquirido el Fondo eran títulos de deuda deteriorados producto de la situación de insolvencia que rodeó a Inversiones San Antonio con sus consiguientes riesgos inherentes, y no una participación en acciones Grupo Patio. El Fondo adquirió créditos deteriorados en *default* en contra de Inversiones San Antonio, como consecuencia de morosidades, juicios, intereses y otros factores, cuyos orígenes y riesgos no fueron verificados.

Además, se pagó un sobreprecio en cada una de las deudas adquiridas para el Fondo, pues, no consideró descuento alguno por riesgo de crédito, así como tampoco consideró garantías con las cuales el Fondo pudiera hacer exigible su pago, lo que resultó contrario a la mejor conveniencia e interés de éste y, por cierto, **debió abstenerse de realizar inversiones manifiestamente perniciosas para el Fondo y sus aportantes o que pudieran resultar en un daño grave, como de hecho ocurrió.**

Es decir, la Administradora no negoció ningún precio de los créditos que estaban en una notoria y conocida situación de *default*. Por el contrario, LV AGF se limitó a seguir las indicaciones de su contraparte, el Sr. Menicchetti, quien les remitió un cronograma que describía las operaciones a realizar, detallando la fecha en que debía realizarse cada compra, el instrumento de deuda, e incluso el precio que debía considerarse. Por ejemplo, según correo electrónico del día 24 de enero de 2023, a las 23:01 horas del Sr. Cristián Menichetti, ex gerente general del Grupo Patio, remitido al Sr. Claudio Yáñez, ex gerente general de LV AGF, se adjuntó un cronograma que describe las operaciones a realizar desde el jueves 26 al lunes 30 de enero de 2023, singularizando la fecha, acreedor y monto. El cuadro adjunto fue el siguiente:

Cronograma de compras de deudas Inv. San Antonio Ltda.						
Nº	Dia	Fecha	Detalle	Acreedor	Rut	Monto \$
1	Jueves	26-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Factop Spa	99.543.200-5	1.500.000.000
2	Viernes	27-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Inversiones Patio Spa	76.096.608-8	1.250.000.000
3	Viernes	27-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Factop Spa	99.543.200-5	250.000.000
4	Lunes	30-01-2023	Compra pagare	Tanner Servicios Financieros	96.667.560-8	1.446.129.192
5	Lunes	30-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Inversiones Patio Spa	76.096.608-8	750.000.000
6	Lunes	30-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Factop Spa	99.543.200-5	200.000.000

De esa forma, se terminó beneficiado a los acreedores, por sobre el Fondo, quienes recibieron el pago íntegro de sus acreencias, en circunstancias tales que Inversiones San Antonio estaba evaluando, incluso, realizar una liquidación o reorganización judicial, vulnerándose de esa forma los deberes fiduciarios que rigen a las administradoras generales de fondos y sus administradores.

I.4. LA CAÍDA DEL FONDO: Sobre lo sucedido en definitiva con el fondo y con la _promesa_ de participar en Grupo Patio.

El Fondo nunca consolidó una propiedad indirecta en acciones Grupo Patio. Es decir, se materializó un riesgo omitido a sabiendas por LV AGF y sus administradores.

En definitiva, mediante Hechos Esenciales de fecha 17 y 27 de diciembre de 2024, LV AGF informó, en representación del Fondo, que activó un programa reparatorio por compra de cuotas de la Serie B y concretó acuerdos con determinados aportantes de dicha Serie, consistente en la compra de cuotas del Fondo “*por un monto total de \$1.121.376.050*”, como consecuencia de los hechos infraccionales del caso de marras.

II. ANTECEDENTES DEL PROCEDIMIENTO SANCIONATORIO

Los antecedentes de hecho y fundamentos de derecho en los que se cimentó la sanción aplicada a LV AGF por la Autoridad Financiera, fueron los siguientes:

II.1. MARCO LEGAL Y REGULATORIO APLICADO EN LA SANCIÓN.

II.1.1. El artículo 65 inciso 1° de la Ley 18.045.

La norma dispone que *La publicidad, propaganda y difusión que por cualquier medio hagan emisores, intermediarios de valores, bolsas de valores, corporaciones de agentes de valores y cualquiera otras personas o entidades que participen en una emisión o colocación de valores, no podrá contener declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías o cualquiera otras características de los valores de oferta pública o de sus emisores.”.*

Cabe destacar que, la prohibición se extiende a la *propaganda”, publicidad” o difusión”* con relación a cuotas de fondos; y que, asimismo, comprende no sólo la información relativa a la naturaleza, precios, rentabilidad, rescate, liquidez y garantías de tales cuotas de fondos sino además cualesquiera otras características de éstos.

En este orden de ideas, nuestro marco normativo ha regulado el contenido y forma de la publicidad de las administradoras de fondos que, en lo pertinente, ha establecido que la publicidad realizada por cualquier medio de comunicación, deberá ser veraz, completa y transparente. Asimismo, reitera lo prescrito en la Ley 18.045, en cuanto a que la publicidad de fondos no podrá contener alusiones, declaraciones o representaciones que puedan inducir a error, equívoco o confusión al público sobre las características esenciales de estos. En definitiva, la **publicidad** debe ser **veraz**, es decir, sincera, por lo que la información debe ajustarse en conformidad a las características y propiedades reales del fondo. Además, debe ser **completa**, lo que implica, por una parte, que contenga la exposición de todos los elementos asociados al fondo, a la venta de cuotas, la rentabilidad o, estructuras de costos de lo que se promoció; y, por otra parte, que sea exacta, esto es, que sea verificable. Finalmente, debe ser **transparente**, esto es, clara, a fin de que la información proporcionada sea comprensible y no genere un escenario de opacidad o confusión.

II.1.2. La Ley que Regula la Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, contenida en el artículo primero de la Ley N° 20.712 (LUF” o Ley Única de Fondos”).

Por su parte, el artículo 20 de la Ley Única de Fondos ha establecido una serie de obligaciones que rigen a los directores de las administradoras generales de fondos adicionales a aquéllas contempladas en la Ley 18.046, sobre Sociedades Anónimas.

En lo relevante para esta instancia administrativa, a los Directores se les imputó la infracción del artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos, que disponen que estos se encuentran obligados a velar por que:

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

b) La información para los aportantes sea veraz, suficiente y oportuna. (...)

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

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

Para dar cumplimiento a lo señalado en el inciso anterior, en las sesiones ordinarias de directorio, los directores deberán velar por el debido tratamiento de las materias antes descritas, debiendo dejar constancia de los acuerdos adoptados.”

Es decir, dentro de las funciones principales que deben desempeñar los directores de una administradora de fondos, se encuentra especialmente contemplado aquellas labores relativas a administrar, supervisar y corroborar que las decisiones de inversión, las

valorizaciones de los instrumentos financieros y la ejecución de las operaciones que se realicen para tales efectos, se sujeten a la ley y regulación del ramo y, asimismo, en conformidad con el reglamento interno del respectivo fondo.

Adicionalmente, los directores de las administradoras de fondos se encuentran obligados a velar por el íntegro cumplimiento de sus deberes fiduciarios para con el fondo, en específico, porque todas las operaciones y transacciones se realicen únicamente en el mejor interés del fondo respectivo y en beneficio exclusivo de sus aportantes, por lo que deben siempre anteponer el interés del fondo.

II.1.3. Normas Internacionales de Información Financiera o *International Financial Reporting Standards (NIIF)*, en relación con la Circular N°1998, que Imparte instrucciones sobre la presentación de información financiera bajo IFRS para Fondos de Inversión y el Oficio Circular N°592, que Imparte instrucciones a considerar en el proceso de convergencia a las Normas Internacionales de Información Financiera.

II.1.3.A. Deber de preparar los estados financieros de los fondos en conformidad a las NIIF.

El marco regulatorio dictado por la Comisión en relación con las valorizaciones de los instrumentos financieros que adquieren los fondos de inversión ha establecido que se deben contabilizar conforme a las NIIF y que, tratándose de su información financiera anual, ésta debe ser auditada. A este respecto, la Sección II, letra B), párrafos 1° y 2° de la Circular 1998, dispone que:

Los fondos deberán presentar sus estados financieros de acuerdo a IFRS en forma trimestral, los cuales estarán referidos a las fechas de cierre al 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre de cada año.

Los estados financieros anuales, deberán ser auditados por empresas de auditoría externa, de aquellas inscritas en el Registro de Empresas de Auditoría Externa”.

II.1.3.B. Deber de determinar el Valor Razonable de los instrumentos financieros de los fondos conforme a las NIIF.

Adicionalmente, el OC 592 ha establecido como regla general para los fondos y sus administradoras, la aplicación de la NIIF como regla general en los siguientes términos:

Los fondos mutuos, fondos de inversión, fondos para la vivienda, fondos de inversión de capital extranjero, fondos de inversión de capital extranjero de riesgo y sus sociedades administradoras, salvo por las excepciones y restricciones señaladas en la sección II siguiente, deberán adoptar y aplicar sin restricciones las normas IFRS. Ahora bien, todas las

entidades del ámbito de aplicación deberán acogerse a los criterios de clasificación y valorización establecidos en la IFRS 9 referente a instrumentos financieros; es decir, será obligatoria su aplicación anticipada, salvo por la excepción contemplada para los fondos mutuos definidos como "Fondo Mutuo de Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con Duración menor o igual a 90 días", en adelante "fondos mutuos tipo 1".

Conforme a lo anteriormente expuesto, las administradoras deben valorizar los instrumentos que adquieren los Fondos conforme a las NIIF.

II.1.3.C. Reglas contables y financieras para la determinación del Valor Razonable de los activos y pasivos de los fondos.

En lo pertinente, la NIIF 9 ha establecido una serie de normas por las cuales las administradoras, en su calidad de entidades reguladas y actores del Mercado de Valores, deben velar con el objeto de informar sobre los activos y pasivos financieros de los fondos que administran, de manera tal que dicha información sea *útil y relevante para los usuarios de los estados financieros para la evaluación de los importes, calendario e incertidumbre de los flujos de efectivo futuros de la entidad.*

Para tales efectos, debe considerarse que la NIIF 13 ha definido el Valor Razonable que debe aplicarse a los activos y pasivos financieros de los fondos, de la siguiente manera:

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

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

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

En definitiva, lo que se busca al determinar el Valor Razonable de los activos que adquieren los fondos, es que dicha medición atienda al valor que tendría en una determinada fecha en el mercado y, por tanto, debe ajustarse, orientarse y clasificarse conforme a la realidad práctica jurídica, económica, financiera y contable del instrumento de que se trate.

II.2. CONDUCTAS INFRACCIONALES ACREDITADAS EN LA INSTANCIA ADMINISTRATIVA.

II.2.1. En cuanto a la mermada situación financiera del Sr. Antonio Jalaff y su sociedad Inversiones San Antonio.

Como se expuso en el capítulo I sobre cuestiones preliminares, el Fondo de Inversión Capital Estructurado I administrado por Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos tuvo su origen en la mermada situación financiera que atravesó el Sr. Antonio Jalaff Sanz y su empresa Inversiones San Antonio.

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

A propósito de la deteriorada situación financiera y el inminente vencimiento de sus compromisos económicos, un grupo de personas cercanas al Sr. Antonio Jalaff lo ayudaron a idear alternativas para enfrentar la situación de falta de liquidez de su empresa Inversiones San Antonio con el propósito de pagar todas sus deudas, y en la línea de evitar un escenario de insolvencia o quiebra. De ese modo, se analizaron varias alternativas, entre ellas, una liquidación, una reorganización, una venta ordenada de activos, una venta de su participación a su familia, entre otras.

A este respecto, cabe destacar que, dentro de los principales accionistas de Grupo Patio, al 31 de diciembre de 2022, se encontraba la sociedad Inversiones Santa Teresita con un 41,11% de su propiedad, sociedad que era de propiedad, entre otros, de la sociedad Inversiones Patio que tenía un 25,14% de su capital, la que a su vez era de propiedad, entre otros, de la sociedad Inversiones San Antonio que tenía un 21,28% de su capital, la que es de propiedad directa del Sr. Antonio Jalaff.

Asimismo, el Sr. Antonio Jalaff tenía un 13,02% de la propiedad del FIP 180, el que a su vez tenía un 8,51% de la propiedad de Grupo Patio, por una parte; y, por otra, tenía una participación directa de Lake Avenue en el FIP 360 9,25%, el que a su vez tenía una participación directa en Inversiones 360 de 99,99% la que tenía una participación directa en Santa Teresita de un 14,94% la que tenía una participación directa de 41,11% en Grupo Patio.

De ese modo, al 31 de diciembre de 2022, el Sr. Antonio Jalaff mantenía una participación indirecta de la propiedad de Grupo Patio de 3,87%.

Por su parte, para el desarrollo de sus negocios, a lo menos desde el año 2017, Grupo Patio ha mantenido una relación comercial con el Grupo Larraín Vial y sus empresas relacionadas las sociedades Larraín Vial Servicios Profesionales Limitada y LV AGF.

Así, en mayo de 2022, en las conversaciones que buscaban solucionar la falta de liquidez del Sr. Antonio Jalaff, se incorporó LV AGF, instancia en la que se analizó la alternativa de crear un fondo de inversión público donde entrarían los distintos acreedores de Inversiones San Antonio en una figura de fondo público cuya administración quedaría en manos de LV AGF. A su vez, dicho Fondo adquiriría los títulos de deudas deteriorados contra Inversiones San Antonio, pero tendría la posibilidad de sustituir tales títulos por una participación en la propiedad indirecta en Grupo Patio, de cumplirse una serie de requisitos.

Adicionalmente, en dichas conversiones y para los efectos de comercializar las cuotas del Fondo, se incorporó STF Capital Corredores de Bolsa S.p.A. a fin de reunir aportes de otros inversionistas distintos de los acreedores del Sr. Antonio Jalaff.

II.2.2. En cuanto a la estructuración y creación del Fondo.

Conforme consta en los documentos utilizados en la comercialización de las cuotas, se informó a los inversionistas que el objeto del Fondo sería invertir -supuestamente- en una participación indirecta en acciones de Grupo Patio, de propiedad de las empresas del Sr. Antonio Jalaff en la forma consignada precedentemente.

Ahora bien, el día 15 de diciembre de 2022, en Sesión Ordinaria de Directorio de LV AGF con la asistencia de su Presidente el Sr. Andrés Bulnes Muzard, de los Directores Sra. Andrea Larraín Soza, y los Sres. José Rafael Correa Achurra, Sebastián Cereceda Silva y Jaime Oliveira Sánchez-Moliní, y del Gerente general de la Administradora, Sr. Claudio Yáñez Fregonara, se aprobó por unanimidad la creación del Fondo de Inversión Capital Estructurado I, el cual, en lo relevante, se trató de un fondo de inversión no rescatable, dirigido a inversionistas calificados y cuya finalidad era invertir principalmente en instrumentos deteriorados de Inversiones San Antonio, sociedad que se encontraba en una mermada situación financiera.

Dicho Fondo contempló tres Series de cuotas, de las cuales se materializaron la Serie A, cuyos aportantes estuvieron compuestos por un grupo parcial de acreedores de Inversiones San Antonio quienes sustituyeron sus acreencias por cuotas; y, la Serie B, dirigida a otros inversionistas, entre otros, clientes de STF CB.

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

Es decir, conforme al tenor del Reglamento Interno del Fondo, su objeto era realizar inversiones directas o indirectas en capital de las sociedades Inversiones Santa Teresita y FIP 180, e inversiones en deuda o de capital de sociedades que tuvieran participación directa o indirecta en aquéllas.

Por consiguiente, en el Reglamento Interno no se incorporó la inversión para participar indirectamente en la propiedad de Grupo Patio -que dependía de la propiedad indirecta en ésta por la sociedad Inversiones San Antonio de propiedad del Sr. Antonio Jalaff- y cómo ésta -la participación indirecta- se iba a materializar, que corresponden a los riesgos inherentes de dicha operación que deben ser informados a los inversionistas.

En definitiva, el Fondo se estructuró realmente para adquirir e invertir en títulos de deuda deteriorados de Inversiones San Antonio de propiedad del Sr. Antonio Jalaff.

II.2.3. En cuanto a la naturaleza y características de los activos objeto de inversión del Fondo y su valorización.

Como consecuencia de la creación del Fondo y a fin de que éste adquiriera los títulos de deuda de Inversiones San Antonio de propiedad del Sr. Antonio Jalaff, es que dicha sociedad firmó una serie de **contratos de novación por cambio de deudor, reconocimientos de deuda y promesas de participación social**, mediante los cuales se acordó entregar la calidad de deudor a Inversiones Monterey y se reconocieron deudas con Factop SpA, Inversiones Patio SpA, Tanner Servicios Financieros S.A., STF Capital Corredores de Bolsa SpA, Nuevo Capital SpA, Siete cumbres Servicios Financieros SpA, Nanomed SpA, Inversiones Las Vegas SpA, etc.

En dichos acuerdos se incorporó una cláusula denominada *Promesa de Adquisición de Participación Social*”, en la que Inversiones Monterey informó que procedería a realizar una **reestructuración corporativa** consistente en la creación de una sociedad denominada NewCo a la que se le asignaría, aportaría o transferiría una participación indirecta en Grupo Patio que mantenía el Sr. Antonio Jalaff a través de las sociedades Inversiones Santa Teresita y el FIP 180, y que se le asignaría la calidad de deudora de la nueva obligación novada. Dicha cláusula no estaba sujeta a garantías, cláusulas penales ni ningún otro pacto que asegurara su cumplimiento.

Conforme a lo anterior, el Fondo adquirió títulos de deuda deteriorados y, por el contrario, no adquirió ni nunca iba adquirir directamente acciones de Grupo Patio. Tampoco se encontraba firme o ejecutada la posibilidad de hacer efectiva la promesa a fin de participar indirectamente en Grupo Patio.

Asimismo, debe advertirse que los pagarés, facturas, y otros títulos de deudas de Inversiones San Antonio y que eran títulos ejecutivos -o, podían ser preparados para esos efectos-, fueron novados por reconocimientos de deuda.

A su vez, a la fecha de la adquisición de tales títulos, no se había materializado la reestructuración corporativa que permitiría al Fondo sustituir los títulos de deudas por acciones en NewCo y, en consecuencia, por una participación indirecta y efectiva en Grupo Patio.

Asimismo, no debe soslayarse que, de concretarse la reestructuración, el Fondo no sería propietario de acciones en Grupo Patio, sino que, por el contrario, su participación sería por una vía indirecta, esto es, acciones de NewCo, lo que no aseguraba la participación en Grupo Patio por cuanto dependía de la voluntad de terceros.

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

Sin perjuicio de lo anterior, **LV AGF y sus administradores, en las valorizaciones de los activos del Fondo, siempre utilizaron como medida el valor de las acciones de Grupo Patio, como si fuera el activo subyacente del Fondo -lo que tendió a sobrevalorar sus activos-**, en circunstancias tales que éste nunca fue ni iba a ser dueño directo de Grupo Patio ni tampoco se materializó, ejecutó ni quedó firme a la fecha de adquisición de los títulos de

deudas, ni aun después, la promesa en favor del Fondo de participar indirectamente en Grupo Patio.

Por el contrario, en la especie, se verificó un riesgo pasado por alto a sabiendas por LV AGF y sus administradores al valorizar los activos del Fondo, pues, Inversiones Santa Teresita y FIP 180 enajenaron su participación que mantenían en Grupo Patio menoscabando la posibilidad de que el Fondo pudiera adquirir una participación indirecta en dicha sociedad. Además, la venta de tales acciones de Grupo Patio fue por un precio muy menor al que les asignó LV AGF y sus administradores a éstas a fin de valorizar los activos del Fondo.

En definitiva, lo que se debió haber valorizado *ab initio* a Valor Razonable es el flujo de pago de los créditos respecto de sociedades sin liquidez, en los términos de la NIIF 9 y 13, lo que no se hizo, perjudicando de esa forma al Fondo y sus aportantes.

Ello, por cuanto los activos adquiridos por el Fondo se trataron en su origen de títulos de deudas deteriorados contra Inversiones San Antonio -después, reconocimientos de deuda de Inversiones Monterey- y no, en cambio, de una participación indirecta en Grupo Patio. Así, desde un inicio, la metodología de valorización debió contemplar los riesgos inherentes a dicho instrumento financiero y, posteriormente, el Valor Razonable debió ser actualizado dados los dinamismos de tales instrumentos, lo que no se hizo.

II.2.4. En cuanto al destino de los aportes reunidos en el Fondo.

Debe resaltarse que, con los recursos obtenidos por los aportes de la Serie B, se compraron, entre otras, deudas de sociedades relacionadas a Inversiones San Antonio.

Para ello, el Sr. Cristián Menichetti, ex gerente general del Grupo Patio, el día 24 de enero de 2023, a las 23:01 horas, envió un correo electrónico al Sr. Claudio Yáñez, gerente general de LV AGF, adjuntando un cronograma que describía las operaciones a realizar desde el jueves 26 al lunes 30 de enero de 2023 que el Fondo debía realizar, singularizando la fecha, acreedor y monto. Al efecto, el cuadro adjunto fue el siguiente:

Cronograma de compras de deudas Inv. San Antonio Ltda.						
N°	Día	Fecha	Detalle	Acreedor	Rut	Monto \$
1	Jueves	26-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Factop Spa	99.543.200-5	1.500.000.000
2	Viernes	27-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Inversiones Patio Spa	76.096.608-8	1.250.000.000
3	Viernes	27-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Factop Spa	99.543.200-5	250.000.000
4	Lunes	30-01-2023	Compra pagare	Tanner Servicios Financieros	96.667.560-8	1.446.129.192
5	Lunes	30-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Inversiones Patio Spa	76.096.608-8	750.000.000
6	Lunes	30-01-2023	Compra reconoc. Deuda	Factop Spa	99.543.200-5	200.000.000

En este orden de ideas, en el marco del proceso de investigación, la Administradora reveló el detalle de las transacciones que fueron pagadas mediante recursos monetarios provenientes de aportes de la serie B del citado Fondo:

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

De este modo, LV AGF pagó un sobreprecio en cada una de las deudas adquiridas por el Fondo, pues no se consideró descuento alguno por riesgo de crédito, así como tampoco consideró garantías con las cuales el Fondo pudiera hacer exigible su pago; y, en definitiva, tales operaciones terminaron beneficiando las sociedades Factop S.p.A., Inversiones Patio S.p.A., Tanner Servicios Financieros S.A., Siete Cumbres Servicios Financieros S.p.A. e Inversiones Las Vegas SpA, las cuales recibieron el pago íntegro de sus acreencias que eran de dudosa recuperabilidad a raíz de la situación financiera deteriorada que enfrentaba el Sr. Antonio Jalaff, en perjuicio del Fondo que entregó a cambio recursos líquidos.

II.2.5. En cuanto a las consecuencias de la comercialización de las cuotas del Fondo mediante la valorización indebida de su activos y entrega de información que no era efectiva.

Conforme a los antecedentes expuestos, LV AGF y sus administradores procuraron que se comercializaran cuotas del Fondo, sin una adecuada valorización de sus activos, lo que implicó que éstos se sobrevaloraran indebidamente, resultando contrario a la mejor conveniencia e interés del Fondo administrado.

A su vez, ello significó que el Fondo adquirió títulos de deuda de Inversiones San Antonio que se encontraban deteriorados -por factores de mora, juicios e intereses, entre otros- sin ningún castigo o provisión.

Es decir, LV AGF y sus administradores no adoptaron ninguna medida a fin de adquirir los títulos de deuda al real valor que le asignaría el Mercado. Tampoco adoptaron algún resguardo que garantizara o asegurara que el Fondo pudiera canjear y convertir tales títulos, a fin de participar, efectivamente, en la propiedad indirecta en Grupo Patio que mantenía Inversiones San Antonio.

Por su parte, LV AGF y sus administradores no velaron porque se informaran los riesgos reales e inherentes de las inversiones objeto del Fondo, lo que incidió en las decisiones de

inversiones de los aportantes de la Serie B, por cuanto lo que se comercializó e informó fue un Fondo que invertía en Grupo Patio, lo que no era efectivo.

Así, LV AGF pagó un sobreprecio en cada una de las deudas adquiridas para el Fondo, lo que terminó beneficiando a las sociedades Factop S.p.A., Inversiones Patio S.p.A., Tanner Servicios Financieros S.A., Siete Cumbres Servicios Financieros S.p.A. e Inversiones Las Vegas SpA las cuales recibieron el pago íntegro de sus acreencias, en circunstancias tales que su deudor -Inversiones San Antonio- había evaluado, incluso, realizar una reorganización judicial.

II.2.6. Infracción al artículo 20 letras a), c) y e) de la Ley única de Fondos.

Los sancionados procuraron valorizar de forma inadecuada los activos del Fondo, pues aplicaron una metodología que no se ajustó a la realidad de los instrumentos financieros y, por tanto, a su Valor Razonable en los términos de la NIIF 9 y 13. Esta metodología llevó a que se sobrevaloraran los activos al tratarlos como “*equity*” y no como los títulos de deuda que realmente eran.

Ello, por cuanto a pesar de que el Fondo se estructuró y creó para adquirir títulos de deuda deteriorados como consecuencia de la mermada situación de solvencia que presentaba la empresa del Sr. Antonio Jalaff, ello fue pasado por alto por LV AGF, sus Directores y Gerente General con pleno conocimiento, pues, por el contrario, resolvieron -indebidamente- valorizar los activos del fondo al “*Valor Razonable*” tomando como parámetro el valor de las acciones de Grupo Patio, como si éste fuera realmente el activo subyacente del Fondo, es decir, que participaría sin duda alguna de forma indirecta en la propiedad de dicha sociedad, lo cual no era un hecho cierto, firme, ejecutado ni garantizado.

Es más; la probabilidad de que el Fondo participara indirectamente en Grupo Patio estuvo envuelta de mayores riesgos de los informados a los inversionistas al punto que, en la especie, jamás se materializó dicha participación por concretarse riesgos que fueron omitidos por LV AGF y sus administradores, como lo fue la enajenación de la participación propietaria de Inversiones Santa Teresita y FIP 180 en Grupo Patio.

Para estos efectos, debe especialmente considerarse que a la fecha de la valorización lo único que había adquirido el Fondo eran títulos de deuda deteriorados producto de la situación de insolvencia que rodeó la empresa del Sr. Jalaff, Inversiones San Antonio, con sus consiguientes riesgos inherentes, por lo que bajo ninguna circunstancia el valor de dichos títulos podría corresponder al valor que tendría una participación en Grupo Patio atendidas las circunstancias y condiciones que rodeaban esos instrumentos en particular, en los términos de las NIIF 9 y 13.

Lo anterior, por cuanto no existieron piezas justificativas que pudieran acreditar un escenario de 100% de conversión de las deudas en acciones de NewCo y, a su vez, que a través de ésta, se participaría indirectamente en la propiedad de acciones de Grupo Patio, sino que, todo lo contrario, los antecedentes -de los cuales estaba en pleno conocimiento LV AGF y sus administradores- mostraron lo opuesto, esto es, que no existía certeza de la implementación de la reestructuración y de la mantención de la propiedad indirecta en Grupo Patio por las sociedades envueltas en dicha reestructuración y que, tal como se desprende de los antecedentes las sociedades involucradas en la reestructuración no habían adoptado las medidas para ponerla en marcha a fin de que el Fondo pudiera hacer efectiva la conversión.

Así, existieron una serie de circunstancias -omitidas, a sabiendas, por LV AGF y sus administradores- que contradecían la metodología empleada para determinar el Valor Razonable de los instrumentos financieros y, dentro de las cuales se destacan las siguientes:

- a)** Que la reestructuración de la cual dependía la posibilidad de invertir en Grupo Patio estaba sujeta a factores externos y la voluntad de terceros.
- b)** Que, a medida que transcurrió el tiempo, no se adoptaron medidas a fin de poner en marcha la reestructuración, la cual, en definitiva, no se materializó en el sentido que el Fondo nunca participó indirectamente en la propiedad de Grupo Patio.
- c)** Que, la participación del Fondo en Grupo Patio sería indirecta a través de distintos vehículos de inversión (sociedades y fondos de inversión privados) que no se encontraban obligados en el pacto de reestructuración contenidos en las novaciones, reconocimientos de deudas y promesas, sin haberse adoptado las medidas y resguardos necesarios para asegurar su participación.
- d)** Que, en relación con lo anterior, siempre existió un alto riesgo de incumplimiento del deudor, esto que no se cumplieran con las obligaciones y promesas, especialmente, que no se enajenara la propiedad indirecta de Grupo Patio de Santa Teresita y FIP 180 de las cuales dependía la reestructuración, dado que ello incidía directamente en la posibilidad de la que dispondría el Fondo al momento que pudiera realizar la conversión en acciones y participar indirectamente en Grupo Patio.

En definitiva, la única circunstancia cierta y que quedó firme y ejecutada fue que el Fondo adquirió reconocimientos de deuda de Inversiones Monterey -representativos de títulos de deuda deteriorados traspasados por Inversiones San Antonio como consecuencia de su situación de insolvencia financiera.

De este modo, los defectos en la valorización implicaron que se sobrevaloraron los activos del Fondo.

Todavía más, en la especie, LV AGF y sus administradores no proporcionaron ni informaron la totalidad de los antecedentes a los valorizadores que contrataron a fin de que pudieran determinar el Valor Razonable; pues, entre otros, omitieron información relevante sobre las demandas judiciales de las que estaba siendo sujeto Inversiones San Antonio y, por tanto, de los riesgos propios de tales circunstancias.

Asimismo, no procuraron que se entregaran antecedentes respecto del origen de las transacciones y, en la gran mayoría, el valorizador no obtuvo respaldo de éstas. A su vez, el valorizador, en sus informes, no contó con evidencia de que la totalidad de los accionistas, socios y aportantes de las sociedades y fondos de inversión privado involucrados en la reestructuración otorgaran su consentimiento para tales efectos, elemento que debió considerarse para la probabilidad de conversión.

Además, se constató que, a la fecha de los informes de valorizaciones iniciales, no se había iniciado ninguna gestión esencial para materializar el proceso de su reestructuración, factor que no fue ponderado ni comunicado al valorizador al momento de determinar el Valor Razonable de los instrumentos financieros.

Es decir, LV AGF sabía que no se habían materializado dichas aprobaciones de terceros involucrados y de los que dependía la reestructuración. De esta manera debe concluirse que, el riesgo de incumplimiento del deudor fue pasado por alto, a sabiendas, en las valorizaciones utilizadas por LV AGF y sus administradores.

Adicionalmente, dicho riesgo no solo tuvo la capacidad de incidir en la probabilidad de conversión, sino que, además, en la participación efectiva de la que dispondría el Fondo al momento que pudiera realizar la conversión prometida.

De esta forma, LV AGF, su Gerente General y los Directores no atendieron a la mejor conveniencia del Fondo al valorizar los activos adquiridos, dado que se utilizó una metodología contraria a la Circular 1998, el OC 592 y las NIIF 9 y 13, la cual sobrevalorizó los activos al considerarlos como si se trataran de participación en acciones de Grupo Patio y no títulos de deuda deteriorada.

Por su parte, debe consignarse que, si bien LV AGF se encontraba autorizada formalmente para invertir, en representación del Fondo, en títulos de deuda de tales sociedades, no es menos cierto que, en dicha labor, debió haber valorizado adecuadamente los instrumentos que adquirió y, asimismo, debió haber evaluado los riesgos a fin de velar por la mejor conveniencia e interés del Fondo, lo que, en la especie, no hizo.

Por el contrario, según consta de los informes y declaraciones de testigos, LV AGF realizó operaciones de compra de deuda para el Fondo sin realizar ningún análisis o evaluación de los instrumentos.

Adicionalmente, según ha quedado acreditado, las operaciones de compra de deudas realizadas por LV AGF para el Fondo, no se realizaron atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia e interés éste, especialmente considerando que se realizaron según las indicaciones de su contraparte, en este caso, el Sr. Cristián Menichetti.

Entre otros, LV AGF no consideró para valorizar los créditos adquiridos, el riesgo de crédito, es decir, la solvencia del deudor y la posibilidad de que no cumpliera con su obligación de pago.

Lo anterior implicó que LV AGF, el Gerente General y los Directores infringieran sus obligaciones, pues la Administradora pagó un sobreprecio en cada una de las deudas adquiridas por el Fondo, derivado de no considerar los riesgos asociados a esos instrumentos.

Las citadas operaciones fueron en desmedro y perjuicio directo del Fondo, toda vez que éste se quedó con deudas compradas a precios que no consideraron descuento alguno por riesgo de crédito, así como tampoco consideró garantías con las cuales el Fondo pudiera hacer exigible su pago, debiendo haberse abstenido LV AGF, en su calidad de administradora general de fondos, de realizar dichas inversiones que resultaban manifiestamente perniciosas para el Fondo.

Por lo anterior, LV AGF y sus administradores no realizaron las operaciones de compra de deuda para el Fondo atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia e interés de éste.

II.3. SANCIONES APLICADAS POR EL CONSEJO DE LA CMF.

En virtud de las razones de hecho y derecho previamente señaladas, a través de la Resolución Exenta N° N°8.537 de fecha 22 de agosto de 2025, se resolvió sancionar a la Sra. Andrea Larraín Soza y los Sres. Sebastián Cereceda Silva, José Correa Achurra, Jaime Oliveira Sánchez-Moliní y Andrés Bulnes Muzard, por:

1. *Infracción a las obligaciones previstas en las letras a) y c) del artículo 20 de la Ley Única de Fondos sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales”, por cuanto los directores de la AGF no velaron porque las valorizaciones de los aportes en instrumentos del Fondo de Inversión Capital Estructurado I se realizaran de acuerdo con el Reglamento Interno de dicho Fondo y la Circular N°1.998 de 2010 y el Oficio Circulares N°592 de 2010, ambas dictadas por la CMF, las que requerían que dichas valorizaciones se efectuaran de acuerdo con la NIIF 9 y 13.*
2. *Infracción a la obligación prevista en la letra e) del artículo 20 de la Ley Única de Fondos sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales”, por cuanto con los*

recursos obtenidos por el Fondo de Inversión Capital Estructurado I se realizaron operaciones destinadas principalmente a beneficiar a Inversiones San Antonio, sociedades en las que tenía participación, sus sociedades relacionadas, Factop y STF, sin contar con una adecuada valorización de los instrumentos de deuda adquiridos, dando cuenta que los directores no velaron por que aquellas operaciones y transacciones fueran solo en el mejor interés del Fondo y en beneficio exclusivo de los partícipes.

3. *Infracción a la obligación prevista en el artículo 65 de la Ley 18.045 en relación con la letra b) del artículo 20 de la Ley Única de Fondos sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales*”, por cuanto los directores no informaron la totalidad de los antecedentes que permitiesen entender el objeto del Fondo en el Reglamento Interno, requiriéndose de otros antecedentes para la cabal comprensión de la naturaleza, características y riesgos asociados a la adquisición de cuotas del Fondo, lo que inducía a errores equívocos o confusión a los inversionistas sobre la naturaleza, rentabilidad y otras características de las cuotas del Fondo de Inversión Capital Estructurado I.

Así, la CMF resolvió:

1. Aplicar a la Sra. **Andrea Pilar Larraín Soza**, RUT N° [REDACTED], la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.
2. Aplicar al Sr. **Sebastián Cereceda Silva**, RUT N° [REDACTED], la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.
3. Aplicar al Sr. **José Correa Achurra**, RUT N° [REDACTED], la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.
4. Aplicar al Sr. **Jaime Oliveira Sánchez-Molini**, RUT N° [REDACTED], la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.
5. Aplicar al Sr. **Andrés José Bulnes Muzard**, RUT N° [REDACTED], la **sanción de multa**, a beneficio fiscal, ascendente a **5.000 Unidades de Fomento** por infracción al artículo 65 de la Ley 18.045; y el artículo 20 letras a), b), c) y e) de la Ley Única de Fondos”.

Posteriormente, mediante Resolución N°10.080 de 24 de septiembre de 2025, se resolvió:

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

III. ALEGACIONES PARA EL RECHAZO DEL RECLAMO

En la presente sección, se procederá a desvirtuar las supuestas ilegalidades de la resolución reclamada, formuladas por los actores en el cuarto capítulo de su libelo, en el siguiente sentido:

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

4.2 La Resolución Reclamada, al sancionar a los exdirectores por el cargo N° 3, infringió el artículo 20 de la LUF en particular, su letra b) en relación con el artículo 65 de la LMV, al desconocer que el Reglamento Interno cumplía íntegramente con la legislación y normativa especial y al reprochar, de forma improcedente, que la entrega de antecedentes complementarios constituyera un acto de negligencia

4.3 La Resolución Reclamada también infringe la legislación al determinar la cuantía de la multa en contra de los ex directores de LVA AGF.

De tales postulados, se desprende que los reclamantes conducen el debate jurídico hacia:

1. La aplicación del artículo 20 de la LUF letras a), c) y e);
2. La aplicación del artículo 20 de la LUF letra b); y
3. La cuantía de la multa.

Al respecto, el contenido que será expuesto a continuación, corresponde, en primer término, a la posición que adopta la CMF en estos tres asuntos precedentemente identificados, para luego abordar la improcedencia de las ilegalidades que alegan por los reclamantes.

III.1. POSICIÓN ADOPTADA POR LA CMF EN LA DISCUSIÓN DE AUTOS.

III.1.1. Infracción al artículo 20 letras a), c) y e) de la Ley única de Fondos.

En observancia a las normas prescritas, no resulta efectivo lo afirmado por los reclamantes, en cuanto a que su actuación se habría ajustado al estándar de diligencia requerido, al contratar a un experto en la materia, tanto para la valorización de los fondos como para la elaboración del Reglamento interno del mismo.

Al directorio de una AGF, le corresponde velar, entre otras obligaciones, para que las inversiones, valorizaciones u operaciones de los fondos se realicen de acuerdo con la LUF, su Reglamento, las normas que dicte la Comisión y lo dispuesto en el reglamento interno, como también, que las operaciones y transacciones que se efectúen sean sólo en el mejor interés del fondo y en beneficio exclusivo de los partícipes.

El directorio es entonces **responsable** de velar porque se cumplan las obligaciones señaladas, y de cautelar que las **operaciones se desarrollen en beneficio exclusivo del fondo**, consecuentemente de los aportantes, por lo que debían adoptar medidas tendientes a que las valorizaciones observaran estos aspectos, lo que en este caso no ocurrió, pues se utilizó una metodología que no consideraba, entre otros, los riesgos de conversión ni de crédito, y ello implicó una sobrevalorización de los activos del Fondo.

Los recurrentes no dieron cumplimiento al estándar de diligencia exigido acorde a su función, pues sabiendo la especial característica del Fondo, no tomaron los resguardos necesarios para que las valorizaciones se ajustaran al valor razonable de los activos que adquiriría el fondo que eran créditos deteriorados, lo que también les era conocido.

Adicionalmente, el marco regulatorio dictado por la Comisión en relación con las valorizaciones de los instrumentos financieros que adquieren los fondos de inversión ha

establecido que se deben contabilizar conforme a las NIIF y que, tratándose de su información financiera anual, ésta debe ser auditada, para agregar mediante OC 592 que para los fondos y sus administradoras, la aplicación de la NIIF constituye una obligación, debiendo, por tanto, valorizar los instrumentos que adquieren los Fondos conforme a dichas reglas.

La determinación del Valor Razonable de los activos que adquieren los fondos debe atender al valor que tendría en el mercado el instrumento de que se trate. Sin embargo, la metodología utilizada atendió a valorizar los créditos adquiridos por el fondo, como instrumentos de capital (participación en Grupo Patio) y no de deuda, pese a que su naturaleza manifiesta era el de un título de deuda y que el fondo, en esta parte, no había incorporado ningún instrumento de capital (o *equity*”).

A su vez, al momento de valorizarse los instrumentos financieros, el Fondo no era propietario de acciones Grupo Patio, ni directa ni indirectamente. Además, al momento inicial, **el Fondo adquirió reconocimientos de deuda deteriorada y no una participación indirecta en Grupo Patio**, en tanto que dicha participación, además, estaba rodeada por las incertidumbres inherentes a un proceso de reestructuración, como una participación indirecta a través de varios vehículos de inversiones, condiciones, plazos, voluntad de terceros y otros riesgos, por lo que la valorización no debía considerar que la probabilidad de conversión era igual a un 100%.

Por su parte, **el valorizador externo no contó con información** de deudas calificadas como no financieras de los vehículos de inversión.

No se valorizaron a Valor Razonable los instrumentos financieros adquiridos por el Fondo, toda vez que, siempre se utilizó como medida el valor de las acciones de Grupo Patio, como si fuera el activo subyacente de los títulos de deuda adquiridos por el Fondo, en circunstancias tales que, éste nunca fue ni iba a ser dueño directo de Grupo Patio, ni tampoco se materializó, ejecutó ni quedó firme a la fecha de adquisición de los instrumentos, ni después, la opción de participar indirectamente en Grupo Patio.

Adicionalmente, al determinar el supuesto Valor Razonable de los instrumentos financieros, no se consideró el riesgo de que Inversiones Monterey -antes Inversiones San Antonio- pudiera dar cumplimiento a sus obligaciones, así como tampoco resguardos tendientes a asegurar que Santa Teresita y FIP 180 no enajenaran su participación en Grupo Patio y de la cual dependía que el Fondo pudiera tener una participación en dicha sociedad a través de NewCo.

En relación con las actualizaciones de las valorizaciones de los instrumentos del Fondo, los Directores, a pesar de estar en pleno conocimiento de los antecedentes relacionados a los aumentos de capital y los Informes de Valorización de Grupo Patio de 2023, no atendieron a actualizar la valorización de los activos del Fondo con base en esa información.

En cuanto a los riesgos asociados a los títulos de deuda que adquirió el Fondo, se omitió ponderar el riesgo de incumplimiento de los instrumentos financieros adquiridos inicialmente por el Fondo (riesgo de crédito).

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

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

Seguidamente, se realizaron operaciones de compra de deuda para el Fondo sin realizar ningún análisis o evaluación de los instrumentos en los que invirtió, limitándose a seguir indicaciones entregadas por el Sr. Menichetti. Ello da cuenta que **los directores no velaron porque las operaciones y transacciones se efectuaran en el mejor interés del fondo, perjudicando el interés de los partícipes.**

En ese sentido, si bien la Administradora se encontraba autorizada para invertir, en representación del Fondo, en títulos de deuda, no es posible desconocer que era obligación de su Directorio, velar por la valorización de los instrumentos a adquirir evaluando los riesgos, particularmente el de crédito, a fin de velar por la mejor conveniencia e interés del Fondo, lo que, en la especie, no hizo. Es más, la Administradora pagó un precio mayor al que correspondía en cada uno de los títulos de deudas adquiridos por el Fondo, lo que terminó beneficiando a sociedades indicadas en el cargo, las cuales recibieron el pago íntegro de sus acreencias.

Lo anterior, da cuenta que los reclamantes no velaron ni adoptaron medidas en el interés de los aportantes, pues las sobrevalorizaciones antes analizadas implicaron un perjuicio para los partícipes del fondo de que se trata.

III.1.2. Infracción al artículo 20 de la LUF en particular, su letra b) en relación con el artículo 65 de la LMV.

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

Al respecto, esta defensa fiscal es categórica en afirmar que el actuar diligente de los reclamantes no se satisface con la mera contratación de un tercero.

Por el contrario, les correspondía **adoptar medidas tendientes a evitar que la información otorgada a terceros en el Reglamento adoleciera de defectos, fuera incompleta o inductiva a error, y, por otra parte, que fuera completa para los aportantes, lo que no ocurrió.**

Dada la estructura y objeto del Fondo, que estaba en conocimiento de los recurrentes, resultaba necesario precisar adecuadamente los riesgos, no resultando suficiente establecer que estaba destinado a inversionistas calificados, pues, aun respecto de éstos, la información disponible no permitía un adecuado entendimiento de los riesgos inherentes al Fondo.

Por su parte, la prohibición contemplada en el artículo 65 de la LMV se extiende a la *propaganda", publicidad" o difusión"* y, comprende no sólo la información relativa a la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez y garantías de tales cuotas de fondos sino además cualesquiera otras características de éstos.

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

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

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

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

III.1.3. Cuantía de la multa en contra de los ex directores de LVA AGF.

La fijación de la multa es una atribución discrecional del Consejo de la CMF y para su determinación se respetaron las normas del procedimiento vigente, y aplicó los criterios establecidos por el legislador para determinar su rango y monto según los artículos 37 a 39 del DL 3538, sin que el ejercicio de tal potestad pueda configurar vicio alguno de ilegalidad, toda vez que consideró los parámetros legales y la naturaleza de la infracción.

III.2. IMPROCEDENCIA DE LAS ILEGALIDADES QUE ALEGAN LOS RECLAMANTES.

III.2.1. Primera ilegalidad reclamada: *La Resolución Reclamada, al sancionar a los exdirectores por los cargos N° 1 y 2, infringió el artículo 20 de la LUF en particular, sus letras a), c) y e) al imponerles deberes incompatibles con su rol y, en la práctica, establecer un régimen de responsabilidad objetiva expresamente prohibido por la legislación que regula los fondos de inversión*.

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

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

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

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

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

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

III.2.1.A. Sobre el cargo 1.1. imputado a los Directores *no velaron porque las valorizaciones de los aportes en instrumentos del Fondo de Inversión Capital Estructurado I se realizaran de acuerdo con el Reglamento Interno de dicho Fondo y la Circular N°1.998 de 2010 y el Oficio Circulares N°592 de 2010, ambas dictadas por la CMF, las que requerían que dichas valorizaciones se efectuaran de acuerdo con la NIIF 9 y 13.*

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

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

De lo anterior, se concluye que **la determinación del Valor Razonable de los activos que adquieren los fondos, es que atienda al valor que tendría en el mercado el instrumento de que se trate.** Cabe precisar que, en este caso, se externalizó la valorización a C&A.

Ahora bien, consta de los antecedentes y de la Resolución N°8.537, que los créditos y reconocimientos de deudas entre Inversiones San Antonio -después, Inversiones Monterey- y sus respectivos acreedores, fueron ingresados al Fondo al 100% de su Valor Nominal, esto

es, sin considerar el riesgo inherente de los créditos asociados al deudor al medir el Valor Razonable, y cuya posición crediticia, según era de público conocimiento y fue reconocido en el procedimiento administrativo, se encontraba muy deteriorada.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Por otra parte, en relación con las actualizaciones de las valorizaciones de los instrumentos del Fondo, en primer término, es posible apreciar que la metodología empleada habría implicado que el riesgo en el valor de los instrumentos podía emanar, entre otros, de los cambios en la valorización de las acciones del Grupo Patio.

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

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

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

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

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

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

A su vez, el Fondo se estructuró para adquirir -e invirtió- en títulos de deudas deteriorados de Inversiones San Antonio que fueron novados por reconocimientos de deuda de Inversiones Monterey, de forma que lo que se debió haber valorizado a Valor Razonable eran los títulos de deuda, en los términos de la NIIF 9 y 13, resultando contrario a éstas ignorar dicha realidad práctica como lo hizo, entre otros el recurrente.

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

En tales acuerdos constaba una cláusula denominada *Promesa de Adquisición de Participación Social*”, en la que Inversiones Monterey informó que procedería a realizar una reestructuración societaria o corporativa consistente en la creación de una sociedad

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

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

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

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

Adicionalmente, al determinar el supuesto Valor Razonable de los instrumentos financieros, no se consideró el riesgo de que Inversiones Monterey -antes Inversiones San Antonio- pudiera dar cumplimiento a sus obligaciones, así como tampoco resguardos tendientes a asegurar que Santa Teresita y FIP 180 no enajenaran su participación en Grupo Patio y de la cual dependía que el Fondo pudiera tener una participación en dicha sociedad a través de NewCo.

En cuanto a los riesgos asociados a los títulos de deuda que adquirió el Fondo, se omitió ponderar el riesgo de incumplimiento de los instrumentos financieros adquiridos inicialmente por el Fondo (riesgo de crédito), así como también el riesgo asociado a utilizar

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

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

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

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

Ahora bien, asentado lo anterior, se pudo determinar que la Administradora valorizó de forma incorrecta los activos del Fondo, pues con conocimiento aplicó una metodología que no se ajustó a la realidad de los instrumentos financieros y, por tanto, a su Valor Razonable. Lo anterior, pues si bien se adquirieron títulos de deuda deteriorados como consecuencia de la mermada situación de solvencia que presentaba el Sr. Antonio Jalaff, se valorizaron los activos del fondo tomando como parámetro el valor de las acciones de Grupo Patio, como si éste fuera realmente el activo subyacente del Fondo.

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

En torno a lo anterior, los referidos antecedentes, de los que los reclamantes estaban en pleno conocimiento, mostraron lo opuesto, esto es, que no existía certeza de la implementación de la reestructuración y de la mantención de la propiedad indirecta en Grupo Patio y que, las sociedades involucradas en la reestructuración no habían adoptado las medidas para ponerla en marcha a fin de que el Fondo pudiera hacer efectiva la conversión, de modo que esas circunstancias contradecían la metodología empleada para determinar el Valor Razonable de los instrumentos financieros, sin que el directorio haya velado para que la valorización de los instrumentos se ajustara a la realidad de las circunstancias.

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

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

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

III.2.1.B. Sobre el cargo 1.2. formulado a los Directores: *con los recursos obtenidos por el Fondo de Inversión Capital Estructurado I, se realizaron operaciones destinadas principalmente a beneficiar a Inversiones San Antonio, sociedades en las que tenía*

participación, sus sociedades relacionadas, Factop y STF, sin contar con una adecuada valorización de los instrumentos de deuda adquiridos, dando cuenta que los directores no velaron por que aquellas operaciones y transacciones fueran solo en el mejor interés del Fondo y en beneficio exclusivo de los partícipes.

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

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

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

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

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

la posibilidad de que el deudor no cumpliera su compromiso de pago, riesgo que quedó radicado en el Fondo en perjuicio de sus inversionistas, beneficiando a las sociedades a que ya se ha hecho referencia.

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

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

III.2.1.C. Sobre el deber de diligencia de los Reclamantes.

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

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

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

A mayor abundamiento, en el ejercicio de sus labores no procuraron que las actualizaciones de las valorizaciones reflejaran el valor razonable de los activos, lo que revela que en la especie los recurrentes no supervisaron ni adoptaron medidas tendientes a que los activos del Fondo fueran adecuadamente valorizados durante la existencia del fondo, con los ajustes y correcciones pertinentes.

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

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

III.2.2. Segunda ilegalidad reclamada: *La Resolución Reclamada, al sancionar a los exdirectores por el cargo N° 3, infringió el artículo 20 de la LUF en particular, su letra b) en relación con el artículo 65 de la LMV, al desconocer que el Reglamento Interno cumplía íntegramente con la legislación y normativa especial y al reprochar, de forma improcedente, que la entrega de antecedentes complementarios constituyera un acto de negligencia*”.

III.2.2.A. Sobre los deberes de información.

En primer término S.S. Iltma., debe precisarse que la prohibición contemplada en el artículo 65 de la LMV se extiende a la *propaganda*”, *publicidad*” o *difusión*” y que, asimismo, comprende no sólo la información relativa a la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez y garantías de tales cuotas de fondos, sino además cualesquiera otras características de éstos.

Agrega que la publicidad no podrá contener alusiones, declaraciones o representaciones que puedan inducir a error, equívoco o confusión al público sobre las características esenciales de los valores, por lo que la información debe ajustarse en conformidad a las

características y propiedades reales del fondo. Además, debe contener la exposición de todos los elementos asociados al fondo, a la venta de cuotas, la rentabilidad o, estructuras de costos, según sea el caso de lo que se promoció; y, por otra parte, que sea exacta. Finalmente, debe ser clara, a fin de que de la información proporcionada sea comprensible. De acuerdo con la letra b) del artículo 20 de la LUF, los directores estarán obligados a velar porque *La información para los aportantes sea veraz, suficiente y oportuna*”. La información debe ser veraz, por lo que debe ajustarse a las características reales del fondo. Además, debe ser suficiente, esto es, que contenga la exposición de los elementos asociados a las características de los fondos y debe ser oportuna, permitiendo a los aportantes acceder a la información tan pronto resulte posible.

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

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

<i>Denominación</i>	<i>Requisitos de ingreso</i>	<i>Valor cuota inicial</i>	<i>Moneda en que se recibirán los aportes</i>	<i>Otras características relevantes</i>
<i>Serie A</i>	<i>Inversionistas Calificados</i>	<i>1 UF, según el valor de la UF al día de la primera suscripción de cuotas del Fondo.</i>	<i>Pesos chilenos</i>	<i>No contempla</i>

Serie B	<i>Inversionistas Calificados. Los Aportantes titulares de cuotas de esta serie deberán mantener de forma continua aportes, iguales o superiores a UF 5.000</i>	<i>1 UF, según el valor de la UF al día de la primera suscripción de cuotas del Fondo.</i>	<i>Pesos chilenos</i>	<i>No contempla</i>
Serie C	<i>Inversionistas Calificados. Los Aportantes titulares de cuotas de esta serie deberán ser personas relacionadas a la Administradora</i>	<i>1 UF, según el valor de la UF al día de la primera suscripción de cuotas del Fondo.</i>	<i>Pesos chilenos</i>	<i>No contempla</i>

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

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

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

En ese sentido, los distintos antecedentes que tuvieron a la vista los aportantes no resultaban coincidentes, lo que impedía determinar efectivamente los riesgos que

implicaba adquirir cuotas del fondo y en qué consistía realmente su objeto, toda vez que el reglamento no era preciso en cuanto a que los aportes iban a implicar que las deudas de Inversiones San Antonio Limitada permitirían eventualmente obtener una participación indirecta de en Grupo Patio, en tanto por otra parte, se informaba que el activo subyacente era justamente esta participación, que no existía.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Con la finalidad de informar a los inversionistas de la Serie B, cuál era el negocio que abordaría el fondo, esto es la insolvencia del Sr. Jalaff, era indispensable que el Reglamento Interno contuviera una explicación de sus objetivos, las características y naturaleza de la promesa y sus riesgos inherentes, así como que lo que se esperaba adquirir era una participación indirecta en la propiedad de Grupo Patio, la que se encontraba sujeta a una

reestructuración de diversas sociedades, en la que debía considerarse, además, la voluntad de personas ajenas a la estructuración del Fondo, por lo que la omisión de dicha información indujo a error a los inversionistas sobre las características del Fondo.

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

De acuerdo con lo expuesto, se estableció con claridad que la información contenida en el Reglamento no resultaba suficiente y era inductiva a error.

III.2.2.B. Sobre el deber de diligencia de los reclamantes.

Ahora bien, y pese a lo afirmado por los recurrentes, en cuanto a que su actuación se habría ajustado al estándar de diligencia requerido, al contratar a un experto en la materia, repetimos que lo anterior no les libera de responsabilidad, pues deben velar siempre porque *La información para los aportantes sea veraz, suficiente y oportuna*”, cuestión que en este caso no ocurrió.

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

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

III.2.2.C. Sobre la situación de STF Capital Corredores de Bolsa SPA

Sobre el particular, STF Capital Corredores de Bolsa SPA (también STF CB”), intermediaria que no daba cumplimiento a sus índices patrimoniales, la corredora fue debidamente

fiscalizada y sancionada por las conductas a que se refieren los recurrentes, y que aun así, ello no libera de responsabilidad a los directores investigados por sus faltas al deber de cuidado que exigía su rol en LVA AGF, acorde a las normas que rigen su función y que son independientes del rol de otros agentes del mercado.

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

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

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

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

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

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

Conforme a lo anterior, el Consejo de la CMF estimó fundadamente que la infracción cometida por los reclamantes ha de considerarse como particularmente grave, toda vez que lesionó uno de los bienes jurídicos más preponderantes y celosamente resguardados por la regulación del Mercado de financiero, como son la transparencia, confianza y fiabilidad. Al

respecto, debe tenerse en cuenta que, la falta de información y aquella que induce a error, en este mercado, compromete no solo a sus aportantes, sino que la fe pública.

De lo anterior, es posible señalar que las reclamaciones no dan cuenta expresa de la o las disposiciones que se habrían infringido, por lo que resultan manifiestamente carente de fundamento, y deben ser rechazadas.

III.2.3. Tercera ilegalidad reclamada: *La Resolución Reclamada también infringe la legislación al determinar la cuantía de la multa en contra de los ex directores de LVA AGF*”.

La fijación de la multa es una atribución discrecional del Consejo de la CMF que determinó que, los reclamantes infringieron los deberes asociados a la valorización de los fondos y entrega de información, sin atender al interés de los aportantes, derivando en un perjuicio para los partícipes del fondo.

Dichas infracciones motivaron las multas impuestas, habiendo este servicio, respetado para ello las normas del procedimiento vigente, e impuso la sanción aplicando los criterios establecidos por el legislador para determinar su rango y monto según los artículos 37 a 39 del DL 3538, sin que el ejercicio de tal potestad pueda configurar vicio alguno de ilegalidad, desde que la CMF consideró los parámetros legales y la naturaleza de la infracción, por lo que la multa resulta claramente proporcional.

En efecto S.S. Itma., en cuanto a las circunstancias para la determinación del rango y del monto específico de la multa aplicada, cabe señalar que de la sola lectura de la Resolución Sancionatoria N° 8537 de 22 de agosto de 2025, es posible advertir que se ponderaron todas las alegaciones, defensas, excepciones, pruebas y circunstancias que rodearon este caso en particular y, también, cada uno de los criterios orientadores contemplados en el artículo 38 del DL 3538 para los efectos de determinar el rango y monto de la multa aplicada.

En concreto el artículo 38 del DL 3538 establece los distintos factores que deben ser observados por este Servicio para la determinación, rango y monto de las multas que aplique, los cuales son ponderados en su conjunto y magnitud. A saber, su S.S. Itma., la norma dispone se deben considerar las siguientes circunstancias:

1. *La gravedad de la conducta.*
2. *El beneficio económico obtenido con motivo de la infracción, en caso que lo hubiese.*
3. *El daño o riesgo causado al correcto funcionamiento del mercado financiero, a la fe pública y a los intereses de los perjudicados con la infracción.*
4. *La participación de los infractores en la misma.*

5. *El haber sido sancionado previamente por infracciones a las normas sometidas a su fiscalización.*

6. *La capacidad económica del infractor.*

7. *Las sanciones aplicadas con anterioridad por la Comisión en las mismas circunstancias.*

8. *La colaboración que éste haya prestado a la Comisión antes o durante la investigación que determinó la sanción.*

Si bien es cierto que, el reclamante no comparte las consideraciones consignadas por el Consejo de la CMF, su discrepancia no califica en términos de potenciar la declaración de ilegalidad de la resolución sancionatoria en los términos del artículo 71 inciso 1° del DL 3538.

A este respecto, este Ilmo. Tribunal siempre ha fallado que: (...) *el rango y monto de la multa está determinado por la finalidad anterior, esto es, que su aplicación resulte óptima para el cumplimiento de los fines de la Comisión del Mercado Financiero; de lo que sigue que las circunstancias que luego se expresan en la disposición solo son criterios orientadores para la determinación del quantum de la sanción, pero siempre teniendo en cuenta, para determinarla, los fines antes señalados. Luego, su ponderación, al ser atribución exclusiva del órgano sancionador, no puede constituir motivo de ilegalidad susceptible de ser revisado por la vía del presente reclamo.*¹

En este orden de ideas, la Comisión -en su calidad de órgano descentralizado de la Administración, de conformidad con los artículos 24 y 38 de la Constitución Política de la República; artículos 26 y siguientes de la Ley N° 18.575, y, artículo 1° del DL 3538-, para cumplir con su rol de administrar, cuenta con un margen abierto, pero acotado, dentro del cual debe adoptar las alternativas más eficientes y eficaces para abordar una política pública o implementar una decisión técnica, todo ello a través de un procedimiento administrativo, y para satisfacer el interés público respectivo.

Es a esa posibilidad de escoger entre tal o cual alternativa -el rango y monto de la sanción de multa- lo que se denomina discrecionalidad administrativa, la que es propia y exclusiva de la Administración, por lo que el desacuerdo del reclamante en este punto no obsta a las consideraciones consignadas en la Resolución Sancionatoria.

A mayor abundamiento y pese a que la sanción aplicada resultaba proporcional a la naturaleza de la infracción incurrida y dentro del rango legal establecido por el legislador. A través de la Resolución Exenta 10.080 de 24 de septiembre de 2025, se consideró lo planteado por los recurrentes relativo al plan reparatorio implementado por LV AGF

¹ Ilتما. Corte de Apelaciones de Santiago, Rol Ingreso N° 478-2018, “Marín con Comisión para el Mercado Financiero”, sentencia de fecha 22 de julio de 2019.

respecto de los aportantes serie B afectados por los hechos que motivaron este procedimiento, el que había alcanzado sobre los MM\$3.300, accediendo a rebajar el *quantum* de la multa, considerando que el programa reparatorio ha sido mayor que aquél ponderado en la Resolución Sancionatoria.

Por tanto, en mérito de lo expuesto y conforme a las normas legales y administrativas citadas y pertinentes,

Ruego a S.S. Ilustrísima, tener por contestado el traslado, solicitando se sirva rechazar en todas sus partes el reclamo de ilegalidad interpuesto, con costas.

Segundo otrosí: Sírvase S.S. Ilustrísima. tener presente que mi personería para actuar como Abogado Procurador Fiscal de Santiago, del Consejo de Defensa del Estado, consta en Resolución TRA 45/4/2023 de fecha 16 de noviembre de 2023, publicada en el Diario Oficial de 28 de diciembre del mismo año, que se acompaña con citación. En dicha calidad y de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 3º y 24 del DFL N°1, de 1993, del Ministerio Hacienda, represento judicialmente a la reclamada en la presente causa.

Tercer otrosí: Sírvase S.S. Ilustrísima, tener presente que, sin perjuicio de mi facultad legal para comparecer, de conformidad con lo previsto en los artículos 24 y 42 del D.F.L. N°1 de 1993, del Ministerio de Hacienda, en mi calidad de abogado habilitado para el ejercicio de la profesión, asumo personalmente el patrocinio en esta causa, reservándome el poder y fijando como domicilio el de calle Agustinas N°1225, Piso 4, comuna de Santiago.