



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hoy se resolvió lo siguiente

**REF.: APLICA SANCIÓN DE MULTA A
SCHWAGER S.A.**

SANTIAGO, 09 JUN 2006

RES. EXENTA N° 253

VISTOS: Lo dispuesto en los artículos 3°, 4° y 27 del D.L. 3.538 y artículo 165 de la Ley N° 18.045.

CONSIDERANDO:

1.- Que, esta Superintendencia investigó la venta de acciones Schwager realizadas por la misma compañía a partir del 12 de Agosto de 2005, cuando el gerente general de la época, señor Jacobo Kravetz Miranda, puso término al Memorando de Acuerdo, en adelante MDA, suscrito con la Empresa Nacional del Petróleo, en adelante ENAP, el 29 de Junio de 2005 y comunicado como hecho esencial en la misma fecha.

2.- Que, por Oficio Reservado N° 356 de 6 de Diciembre de 2005, esta Superintendencia formuló cargos a la compañía por la trasgresión a la norma que prohíbe utilizar, en beneficio propio o ajeno, los valores sobre los cuales se posee información privilegiada del artículo 165 de la Ley N° 18.045, en razón de las ventas de acciones de Schwager efectuadas por la sociedad entre los días 17 y 22 de Agosto de 2005, a un precio que en promedio superó los \$22.-, y el día 13 de Octubre a un precio promedio de \$14,1.-.

3.- Que, por presentación de 29 de Diciembre de 2005, la compañía formuló los descargos al Reservado N° 356 y pidió la apertura de un término probatorio.

Durante el curso del procedimiento administrativo la sociedad, como fundamento a su defensa, hizo valer y presentó los siguientes antecedentes: carta emitida por Schwager S.A. el 2 de Agosto de 2005 a Sergio Contreras y Cía Ltda. Corredores de Bolsa, acta de la junta extraordinaria de accionistas de 30 de Julio de 2004 en que se acordó la emisión de 1.800.000.000 de nuevas acciones, acta de sesión de directorio N° 117 de 22 de Julio de 2005 en la que se acordó vender el remanente de dichas acciones en bolsa, comunicación de 8 de Agosto de 2005 a la Superintendencia informándole el acuerdo del directorio de 22 de Julio, copia contrato compraventa internacional entre Pinos Puente S.A. y Schwager, documentos sobre exportación de CHISS a Argentina consistentes en factura de exportación, guía de despacho, copia lista de empaque, copia declaración jurada para Certificado de Origen, copia simple Documento Único de Salida, copia simple Carta de Porte Internacional por Carretera, copia del MDA con ENAP, carta del Sr. Kravetz de 12 de Agosto de 2005 dirigida a ENAP, acta ordinaria de directorio N° 108 sobre estructura de poderes de la compañía, y copia carta remitida a la Superintendencia por el señor Kravetz con fecha 17 de Octubre de 2005.

Asimismo, se hace valer de los siguientes informes: Informe del economista señor Hugo Fazzio, Informe Pericial Técnico Financiero del economista señor Roberto Bonifaz e Informe "Análisis de contenido artículos de prensa escrita Schwager, marzo 2004 al 17 de noviembre de 2005" preparado por Casa Zegers.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hizo valer, además, en su defensa las declaraciones de los testigos señores Pablo Oyaneder González, Enrique Fuentes Durán, Enrique Fuentes Santis, Gabriel Urenda Salamanca, Eduardo Sanhueza Flores, Victor Aguayo y Mario Zumelzu Codelia.

4.- Que, conforme al mérito de los antecedentes e información reunidos por este Organismo se pudo establecer los siguientes hechos:

a.- Con fecha 30 de Junio de 2005, Schwager remitió a este Organismo copia del MDA suscrito con ENAP, complementando el hecho esencial del día anterior, por el cual comunicaba que con esa fecha ambas entidades habían celebrado tal convenio.

b.- El MDA tenía como objetivo desarrollar actividades conjuntas con el fin de estudiar el comportamiento del aditivo CHISS como también convenir un plan de negocios conjuntos, de aplicación nacional e internacional, según lo expresado por la empresa a este Organismo en la referida comunicación.

c.- Respecto de tal Acuerdo, el mercado fundó importantes expectativas en razón que la compañía, en información complementando el hecho esencial de 30 de Junio y en respuesta de 11 de Agosto de 2005 al Oficio Ordinario N° 7849, había hablado de un precio de US\$9 por litro a ENAP y a terceros de US\$20 por litro, con un volumen de producción diario en un turno de 20.000 litros según lo comunicado a la Bolsa de Comercio por carta de 30 de Junio.

En ese contexto, el precio de la acción Schwager se incrementó en un 146% aproximadamente, pasando de un promedio de \$8,4.- en los 2 meses anteriores para llegar a un precio aproximado de \$20,63.- en los 2 meses posteriores, y aumentó los montos transados promedio diarios en un 500% aproximadamente.

d.- Con fecha 8 de Noviembre de 2005, por consulta de este Organismo, ENAP comunicó que por solicitud de 12 de Agosto del mismo año, se había puesto término al MDA suscrito con Schwager -e informado como hecho esencial por esta compañía según lo indicado precedentemente- por petición unilateral de ésta última, fundada en que se habría producido un retraso y dificultades entre los países que suscribieron el Protocolo de Kyoto, lo cual de no corregirse generaría el fracaso de las reducciones de contaminantes, lesionando las expectativas asociadas a él.

Estos hechos no fueron puestos en conocimiento del mercado sino hasta el día 8 de Noviembre de 2005 cuando, a requerimiento de este Servicio, Schwager debió informar el término del citado Memorando.

Coincidente con la referida comunicación, la acción Schwager registró un inmediato descenso en su precio, equivalente a un 23,8% aproximado del precio de cierre del día anterior en una jornada, por lo cual debió ser suspendida por aplicación de los mecanismos establecidos por las bolsas de valores.

e.- El 12 de Agosto de 2005, Schwager anunció a través de la Bolsa de Comercio el acuerdo del directorio para ofrecer a terceros el remanente de 45.822.269 acciones de su propia emisión, registrándose la venta de un excedente de 25.822.269 acciones, entre los días 17 y 22 de Agosto de 2005, a un valor que en promedio superó los \$22.-, y del día 13 de Octubre de 10.000.000 de acciones a un valor promedio de \$14,1.-, obteniendo una recaudación total cercana a los \$711.482.145.-, según lo informado a este Organismo por Sergio Contreras y Cía. Ltda. Corredores de Bolsa.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.- Que en sus descargos al Reservado N° 356, la compañía expresa una serie de argumentaciones que pueden ser resumidas en las siguientes:

a.- Señala que no ha utilizado en forma abusiva información privilegiada, en beneficio propio o ajeno, ni ha sido su intención transgredir la norma en razón de que la venta de las acciones cuestionadas fue acordada en sesión de directorio de 22 de Julio de 2005, en la cual se facultó al gerente general, conforme el artículo 29 del Reglamento de Sociedades Anónimas, para vender en bolsa el remanente no suscrito preferentemente, ascendente a 45.822.269 acciones, después del aumento de capital de Julio de 2004.

b.- Niega el carácter de información privilegiada al término del MDA, por cuanto tal hecho representaba una buena noticia para la compañía porque el Acuerdo no aportaba nada en ese momento, sino más bien retrasaba el proyecto CHISS. Por tal razón, su ex gerente general, señor Kravetz, se vio en la necesidad de ponerle término anticipado, lo cual hizo por carta de 12 de Agosto de 2005, aceptada por ENAP el día 26 del mismo mes, con la voluntad de ambos de continuarlo cuando se aclarara la situación del Protocolo de Kyoto en el período de cumplimiento posterior al año 2012.

A su juicio, además, la difusión de la prensa del Oficio enviado por la Superintendencia a la compañía, solicitando información sobre el particular, habría tenido efecto en el precio de la acción.

c.- En lo referente al efecto en el precio de la acción, señala que si bien se había informado que el MDA tenía por objeto el desarrollo de actividades conjuntas con el fin de estudiar el comportamiento del CHISS y de convenir un plan de negocios conjuntos de aplicación nacional e internacional, lo importante es que tal documento sería una convención que contiene una declaración de intenciones, por lo cual no habría tenido efectos decisivos en el precio de la acción. Ello, se habría visto, además, agravado por la exagerada difusión que le dio la prensa.

d.- Agrega que según los informes de analistas publicados en la prensa especializada -que no cita-, la reacción del mercado frente al MDA fue de cautela y no generó efervescencia, ni especial interés por la acción. La prensa, en contraposición, le dio una importancia mayor, que habría sido desmentida por el propio Presidente de la compañía.

e.- En cuanto al término del MDA, el señor Kravetz -gerente general de la compañía a la época de los hechos- señala que ello nació de su propia iniciativa y no por la compañía ni por ENAP, perfeccionándose dicho término sólo el 26 de Agosto, cuando tal empresa respondió a su carta, aceptando el término.

Expresa que, al entender del señor Kravetz, no se trataba de un término definitivo, como constaría de las cartas, ya que la intención era posponer el Acuerdo hasta que se supiera en definitiva la situación del Protocolo de Kyoto posterior al 2012. Por lo demás, continuaba la vinculación con ENAP, conforme el estudio Fontec que se desarrollaba desde el 2004, representando las evaluaciones conjuntas con ENAP sólo la última etapa de ellas.

f.- Agrega que, en beneficio de la compañía, la desvinculación con ENAP le permitía comercializar el CHISS en forma independiente sin las limitaciones de confidencialidad impuestas por el MDA, hasta conocer las conclusiones de la COOP 11. De hecho, ello le habría permitido a la empresa suscribir un contrato de ventas de CHISS al extranjero, por 30.000

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

litros a un valor de US\$ 16 por litro, precio superior al acordado con ENAP, así como realizar actividades de difusión del producto, siendo un hecho positivo al cual la prensa le dio un carácter negativo con daño irreparable a la sociedad y sus accionistas.

g.- Destaca que la decisión de informar la suscripción del MDA con ENAP como hecho esencial fue discutida por el directorio de la compañía en consideración a diversas opiniones legales, prevaleciendo aquella basada sobre la premisa de que “lo que abunda no daña”, pero con el conocimiento que por sí dicho documento no era un contrato de carácter comercial ni significaba ingresos para Schwager. ENAP no lo informó como esencial. Por ello, era discutible informar como esencial tanto su inicio como su postergación. Así y dado que conforme la correspondencia con ENAP, estarían abiertos a seguir conversando sobre el tema a futuro, la postergación del Acuerdo no tenía el carácter de esencial. Recalca, en tal sentido, que si bien el criterio del señor Kravetz pudo no ser correcto, estuvo absolutamente carente de mala fe, ni tuvo la intención de ocultar este hecho.

h.- Añade que la respuesta de ENAP al término del MDA se produjo el 26 de Agosto de 2005 y, por tanto, parte de las ventas imputadas, se produjeron en un período en que no existía certeza que la estatal aceptaría la declaración unilateral de Schwager. En tal sentido, destaca que el MDA era una convención y, como tal, su término requería el consentimiento de ambas partes, lo cual sólo ocurrió el 26 de Agosto de 2005.

i.- Expresa que una intención de abusar de información privilegiada, habría implicado que las ventas se efectuaran antes de enviar la carta a ENAP. En tal sentido, recalca que las ventas debían realizarse por ser una orden expresa del directorio al gerente, en las condiciones más ventajosas, demostrando que la compañía estuvo exenta de toda intencionalidad en dichas ventas.

De igual modo, indica que la decisión de vender acciones a terceros en bolsa, fue tomada por la compañía con anterioridad a ese hecho, esto es, el 22 de Julio de 2005, cuando el directorio tomó el acuerdo de la venta, la cual solamente se materializó después.

j.- En cuanto al tipo infraccional imputado, sostiene que la figura del artículo 165 de la Ley N° 18.045 exige la concurrencia de 2 requisitos copulativos, a saber, que la información no se haya hecho pública y que de hacerse pública hubiere podido influir en la cotización de los valores emitidos.

En cuanto a ello, indica que el impacto del MDA en el mercado estuvo muy lejos de lo señalado por la Superintendencia, por cuanto ni los analistas son capaces de pronosticar con certeza los factores que directamente influyen en el comportamiento de una acción, a lo cual se añade el efecto de la prensa y los cargos formulados por la Superintendencia. Expresa que el alza de la acción no se debió exclusivamente a la suscripción del MDA, ya que había una tendencia al alza desde Julio de 2004, producto de las percepciones de los inversionistas en virtud de los nuevos negocios de innovación tecnológica de la compañía y de las oportunidades surgidas desde el Protocolo de Kyoto, y cuya variabilidad atribuye a inversionistas desinformados.

Señala que fuera de esos 2 requisitos, el tipo infraccional contiene además un componente subjetivo, una forma especial de dolo que exige una intencionalidad determinada en orden a obtener beneficios o evitar pérdidas, sin la cual se estaría infringiendo por la Superintendencia la presunción de inocencia al imputarse una presunción de dolo, contraria a las normas y regulaciones del ordenamiento jurídico. Ello atendido a que en nuestro sistema

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

jurídico, impera un régimen de responsabilidad subjetiva versus uno de responsabilidad objetiva, que sólo existe respecto de los casos en que la ley expresamente lo contempla, en circunstancias que la referida norma exige que se realice la conducta en beneficio propio o ajeno.

Conforme la teoría tradicional del delito, señala que nuestra legislación sigue el criterio subjetivista estableciendo que la prohibición del artículo 165 de la Ley N° 18.045 opera respecto de las personas que tienen un vínculo que los liga con la sociedad emisora. En tal sentido, son sujetos activos del delito quienes en virtud de tal vinculación acceden a la información privilegiada, desde el interior de la compañía, más conocidos como “insiders”. Así, no sería posible que la propia compañía emisora de los valores pudiera ser sujeto de tal infracción como insider trading.

En la especie, además, no resultaría posible sostener que la compañía ha actuado con la intención dolosa de hacer uso de información privilegiada toda vez que de haber sido así, habría vendido la totalidad del remanente de acciones y antes de comunicar unilateralmente el término del MDA.

k.- Asimismo, por presentación de 29 de Mayo de 2006, la compañía señala que la venta de las acciones cuestionadas se inició el 2 de Agosto de 2005, cuando conforme carta enviada por el ex gerente general a Sergio Contreras y Cía. Corredores de Bolsa, solicitó el traspaso de la custodia de acciones desde el DCV hacia dicha corredora con la manifiesta intención de venderlas. Dicha solicitud se habría efectuado en cumplimiento del acuerdo del directorio de la sesión N° 117 de 22 de Julio de 2005, en que se acordó vender el remanente de las acciones preferentes no suscritas, facultándose al gerente para hacerlo en bolsa, en la medida que las necesidades de la empresa así lo ameritaran y en las condiciones más ventajosas para la compañía.

6.- Que, por resolución contenida en Oficio Reservado N° 004 de 2 de Enero de 2006, este Organismo requirió a la compañía la especificación de los hechos que deseaba acreditar en el procedimiento y los medios de prueba para dichos efectos, el cual fue respondido mediante presentaciones de 24 y 29 de Mayo de 2006, rindiéndose al efecto las probanzas y haciéndose valer de las pruebas referidas en el numeral 3° de esta Resolución.

7.- Que, según se ha establecido en el procedimiento administrativo, este Organismo ha estimado que si a la información del intercambio de notas entre Schwager y ENAP de 4 de Abril de 2005, el directorio de la compañía le dio el carácter de hecho reservado por carta firmada por ellos, y a la suscripción del MDA de 29 de Junio del mismo año, le dio el carácter de hecho esencial, a su terminación o suspensión no podía sino habersele dado un carácter similar e informado al mercado y a este Servicio en tales términos.

Dado lo anterior, y de conformidad con la definición contenida en el artículo 9° de la Ley de Valores, es evidente que a aquellos hechos a que la propia compañía ha decidido darles el carácter de esenciales, por ser aquellos que un hombre juicioso considera importante para sus decisiones de inversión, naturalmente constituyen hechos capaces de influir en la cotización de los valores y, por tanto, información de carácter privilegiado en cuanto no se haya difundido en el mercado según la definición del artículo 164 de la Ley N° 18.045.

8.- Que, en lo que concierne a la falta de materialidad del MDA como hecho esencial, que se expresa en los descargos, debe decirse que no resulta admisible que si el Directorio de la compañía acordó así informarlo -como se dice en los descargos- pretenda, posteriormente, desconocer que tenía tal carácter, especialmente si se considera que cuando el artículo 9°



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

de la Ley de Valores define los hechos esenciales, reserva como tales aquella información que un hombre juicioso considera importante para sus decisiones de inversión, no resultando justificable que se le diera tal naturaleza sólo porque lo que “abunda no daña” en las palabras de la defensa.

Ello se explica porque cuando en el mercado se comunica algún hecho como esencial, éste lo toma como una información relevante que naturalmente tiene o puede tener, en el futuro, influencia o efecto en el desenvolvimiento de los negocios de la entidad, en sus estados financieros, en sus valores o en la oferta de ellos -como se dice en la Sección I, numeral 3.2 de la Norma de Carácter General N° 30-, razón por la cual no puede darse dicho carácter a un hecho por si acaso, como lo ha pretendido hacer valer la defensa. Por lo mismo, si a la suscripción del MDA se le dio el carácter de hecho esencial y el mercado así lo tomó, a la terminación o postergación del mismo se le debió haber dado ese mismo carácter y debió así ser oportunamente comunicado.

En razón de lo anterior, la declaración del señor Kravetz del 1° de Marzo de 2006 -realizada a solicitud de la defensa del señor Zegers en el procedimiento sobre investigación de difusión de información falsa o tendenciosa en el mercado-, en cuanto a que se habría comunicado la suscripción del MDA como hecho esencial por decisión del asesor legal de la compañía y en virtud de un error jurídico, resulta inaceptable desde que la comunicación de un hecho esencial constituye una decisión de tipo administrativa al tenor de lo establecido en el citado artículo 9° de la Ley N° 18.045, y no jurídica, en términos tales que cuando se informa como reservado es indelegable por el Directorio.

En tal sentido, debe consignarse que en declaración ante este Organismo y en el precitado procedimiento, del señor Enrique Fuentes Santis, director de la compañía, de 3 de Abril de 2006, expresamente señala en relación al MDA “..Cuando se informó al directorio nos produjo satisfacción por las perspectivas que tenía un acuerdo de este tipo y el estar asociado con una empresa de tal magnitud. El carácter de hecho esencial fue conversado por el Directorio, no recuerdo las instancias del debate pero dada la magnitud de lo que significaba el acuerdo se acordó comunicarlo como un hecho esencial....”, demostrando con ello que para el directorio la suscripción del MDA sí tenía el carácter de hecho esencial.

Asimismo, debe consignarse que conforme la información pública de la época -El Mercurio de 13 de Noviembre de 2005-, en entrevista al señor Zegers, Presidente de la compañía a la época, él expresó al ser consultado acerca de por qué no informaron lo del CHISS lo siguiente: “Porque cuando difundió el acuerdo con ENAP, la prensa estimó que de resultar representaría para nosotros ventas anuales US\$ 64.000.000.-, con lo que quedo posicionado como un potencial negocio importante y temimos que la postergación fuere informada como que se desahuciaba el CHISS, porque eso afectaría el precio de la acción y no es efectivo. Legalmente correspondía informar, pero como la trascendencia del acuerdo se desfiguró nos pareció mejor no hacerlo”. Asimismo, en entrevista dada desde Boston por el señor Zegers al mismo periódico, publicada el día 10 de Noviembre de 2005, y consultado sobre el pertinente expresó “A la luz de lo ocurrido... ¡pucha! tal vez hubiese sido conveniente informar...”.

Al efecto, debe además expresarse que el mercado había fundado importantes expectativas respecto del MDA, en razón que la compañía había hablado de un precio de US\$9 por litro a ENAP y a terceros de US\$20 por litro, con un volumen de producción diario en un turno de 20.000 litros, como asimismo lo reconoció el Sr. Zegers en su declaración de prensa referida precedentemente.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

9.- Que, en el mismo sentido, debe señalarse que es un hecho de la causa que toda noticia inesperada, sea ésta buena o mala, acerca de una compañía, puede afectar la cotización de sus valores en el mercado.

Desde tal perspectiva, si bien es cierto que toda la información pública disponible tiene la potencialidad de afectar la cotización de un valor -como expresa el informe de Casa Zegers-, evidentemente la que tiene mayor peso en los agentes informados es aquella que proviene directamente del emisor como fuente de la misma, siendo en consecuencia en quien primordialmente recae la obligación de que sea certera, oportuna y fidedigna. En tal sentido, la Ley de Mercado de Valores ha sido categórica en cuanto a la trascendencia de la información para los agentes económicos reconociéndose en su Título III y otras normas complementarias, las obligaciones de información continua de las sociedades inscritas en el registro de valores en términos tales de exigirles proporcionar información veraz, suficiente y oportuna.

De ese modo y siendo indiscutible que la información de prensa tiene influencia en el precio de los valores, ello no es óbice para tener por establecido que la información puesta por la compañía en el mercado es aún más relevante, según lo expresado en esta Resolución y, por tanto, tiene evidentemente un efecto en el mercado de valores.

10.- En el mismo sentido, las explicaciones contenidas en el informe pericial financiero del señor Roberto Bonifaz en relación a la volatilidad del precio de la acción Schwager, no permiten desestimar la preeminencia de la empresa como fuente primaria de información necesaria para los inversionistas para determinar el valor presente de los flujos futuros, que si bien no es el único criterio para valorizar una unidad empresarial, es el más utilizado por el análisis fundamental.

El informe del señor Bonifaz consta de 4 secciones que, en su conjunto, intentan dar una explicación a la volatilidad de las cotizaciones de Schwager entre Marzo de 2004 y el 13 de Enero de 2006, concluyendo que Schwager responde en teoría al comportamiento de una empresa bursátil "emergente" en el sentido que sus flujos futuros dependen en gran medida de proyectos relativamente nuevos. Tras un análisis en el cual establece las características necesarias para determinar si la cotización promedio de un día responde a "usual" o "inusual", el informe establece periodos de comportamiento de actividad bursátil estadísticamente inusual en la cotización de la acción Schwager, los que, a su juicio, serían sólo dos: entre el 28 y el 30 de Junio de 2005 y entre el 8 de Noviembre y el 9 de Diciembre de 2005. En la tercera sección, el informe concluye que la noticia concerniente a la cesión de los derechos del aditivo CHISS, no habría tenido incidencia en los descensos de la acción Schwager de los días 29 y 30 de Agosto de 2005 y, a su juicio, sí lo tuvo el artículo del diario Siete de 29 de Agosto de 2005. Termina el informe expresando que la noticia de la suscripción del MDA tuvo un efecto positivo en el comportamiento de la cotización de la acción, a su juicio, menor a la volatilidad del período, y que el término anticipado del mismo, a su entender, tuvo un efecto negativo pero sólo durante los primeros 28 segundos de transacciones y el efecto máximo recayó en inversionistas que vendieron durante este período de tendencia negativo fue de \$1.794.230.-

De acuerdo a lo expresado en el informe, el señor Bonifaz propone que las percepciones de los participantes del mercado pueden afectarse no sólo por noticias relacionadas con los fundamentos económicos de una empresa, sino también por movimientos "inexplicados", que corresponderían a cadenas de retroalimentación, en las cuales aumentos (descensos) inesperados en los precios de una acción pueden provocar aumentos (descensos) posteriores generando la cadena antes citada.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Como se señaló precedentemente, no obstante las distorsiones observadas en distintos títulos accionarios, existe consenso en cuanto a la relevancia de los fundamentos económicos de la información que emana de la propia compañía emisora para explicar el precio de las acciones, lo que para el caso particular de Schwager estaba representado por sus nuevos negocios que constituirían una de las principales fuentes generadoras de ingresos en caso de concretarse.

Ahora bien, es imposible desconocer la existencia de imperfecciones del mercado de valores en lo que respecta al acceso, oportunidad e interpretación de información que influye en el precio de una determinada acción, por lo que no resulta extraño que un inversionista tome una decisión de inversión con información desfasada debido al tiempo que demore en internalizarla. Del mismo modo, el efecto de una noticia no puede limitarse en el tiempo dado que, como se dijo, los inversionistas no necesariamente actúan en forma inmediata sino que su decisión depende de muchos otros factores, como liquidez, acceso al mercado de valores y horizonte de inversión.

Dado lo anterior, resulta imposible afirmar, como lo hace el informe, que una noticia que se supone influye en el valor de cotización en el precio, tenga un efecto sobre éste de sólo 28 segundos. Lo anterior, implicaría que todos los inversionistas accedieron al hecho noticioso correspondiente en la misma oportunidad y lo interpretaron de igual forma. En ese sentido, puede sostenerse que la caída en el precio de Schwager posterior al 8 de Noviembre -fecha en que se tuvo conocimiento público del término del MDA con ENAP-, pudo justificarse fundamentalmente por la interpretación que le dieron los inversionistas a este hecho, sin perjuicio de la volatilidad que experimentó el día 9 de Noviembre, situación que respondería a un sesgo respecto al acceso, oportunidad y análisis de dicha información.

Finalmente, y en lo que concierne a las conclusiones de la sección II del informe, en que señala dos períodos de actividad bursátil estadísticamente inusual, estos coinciden con el conocimiento público del MDA con ENAP y su posterior postergación o término anticipado, dejando con ello de manifiesto que al margen de los matices de interpretación que hace el informe, conjuntamente con las conclusiones estadísticas, los citados hechos económicos concuerdan y explican la evolución del precio en dichos períodos.

11.- Que, por su parte, el informe del señor Fazzio plantea que la suscripción y término del MDA deben ser analizados en dos planos, a saber, el funcionamiento de los mercados accionarios en general y la repercusión que puede tener el mayor o menor conocimiento público de una variable, y, en segundo lugar, la evolución concreta producida. Para el caso en cuestión, realiza el análisis sobre la base que ENAP no consideró la suscripción y término del MDA como hecho esencial, concluyendo que sin duda estas noticias producen impacto, pero su significación en el período de incremento de los títulos distaría mucho de adquirir la relevancia que le ha sido asignada. El informe atribuye como variables relevantes para explicar el precio de la acción de Schwager las operaciones especulativas que tienden a sobrevalorar un hecho determinado, las variables macroeconómicas, la información periodística -imputando a la prensa el conocimiento público del MDA a fines de Junio de 2005-, las operaciones de las corredoras de bolsa que, a su juicio, poseían más del 40% de la propiedad de Schwager y, en general, el Protocolo de Kyoto, señalando que Schwager venía subiendo desde antes del MDA con ENAP.

Existe consenso en cuanto a la relevancia de los fundamentos económicos de la información que emana de la propia compañía emisora para explicar el precio de las acciones, ya que como es sabido y para el caso de Schwager, fue ésta quien puso en el mercado y a disposición de los inversionistas información acerca de su interés por participar de nuevos negocios, lo cual inevitablemente y de diversas formas, influyó en la cotización de la acción, espe-

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

cialmente si se considera que para el caso particular de esta compañía, esos negocios no sólo eran nuevos sino, además, constituirían una de las principales fuentes generadoras de ingresos en caso de concretarse.

En ese contexto, la suscripción del MDA por Schwager representaba una de las vías para desarrollar el proyecto del aditivo CHISS con una de las entidades más relevantes en el ámbito nacional, ENAP, en temas de combustibles fósiles -como lo reconoció uno de sus directores-, que la propia compañía decidió informar como hecho esencial, por lo que el mercado así lo interpretó y le dio tal relevancia.

Así las cosas, en cuanto a las operaciones de las corredoras de bolsa que el informe alude como una de las principales causantes de la distorsión en el precio de la acción, debe decirse que si bien el informe no demuestra tal efecto, del análisis realizado por este Servicio de dichas operaciones -según lo solicitado en tal sentido por la defensa del señor Zegers-, éste concluyó que la propiedad de los intermediarios no alcanzó el 40% de las acciones de Schwager, pues lo que se refleja en la Bolsa de Comercio bajo este ítem incluye las acciones en custodia de propiedad de terceros y no sólo la cartera propia del corredor, sin perjuicio de que las operaciones diarias de las corredoras para cartera propia siempre fueron marginales y, que según consta a este Servicio, ninguna corredora tuvo estudios formales de esta acción ni la recomendó oficialmente en sus boletines periódicos. A este respecto, debe además destacarse que puesta la información de las operaciones de las corredoras en conocimiento de la defensa del señor Zegers, ésta nada dijo acerca de una eventual manipulación por parte de ellas.

En lo que concierne a la especulación como otro factor que, según el informe del señor Fazzio, habría también incidido en el precio de la acción, debe expresarse que la misma es un fenómeno presente en los mercados, siendo aquí lo relevante cómo la información que la compañía puso en él, favoreció una mayor especulación, distorsionando de paso y en mayor medida el precio de la acción.

Finalmente, debe dejarse constancia que el informe del señor Fazzio, no da cuenta de ningún testeo estadístico que permita inferir ni desconocer la relevancia del MDA en el precio de la acción Schwager, ni adjunta ningún anexo o referencia con los datos utilizados como fuente de información para la hipótesis que plantea ni las conclusiones a que arriba, por lo que al margen de otras causas que, a juicio del informe, afectaron el precio de la acción, debe destacarse que él mismo reconoce que la suscripción del MDA y su término tuvieron un efecto en él.

12.- Que, en cuanto a que el MDA era una convención cuya terminación requería del acuerdo de ENAP, debe expresarse que la información privilegiada nace a partir del momento en que se tiene el conocimiento de un hecho que tiene la capacidad de afectar el precio de la acción, lo cual en este caso, se produjo desde el momento en que el gerente general de Schwager, informa en uso de la facultad que le daba el MDA, su decisión unilateral de poner término anticipado al Acuerdo. A partir de ese momento, es decir, desde el 12 de Agosto de 2005 y tratándose de una información no difundida al mercado, la compañía debía abstenerse de realizar cualquier operación capaz de irrogarle beneficios o evitarle pérdidas respecto de los valores afectados por el privilegio de dicha información.

A este respecto, debe expresarse que conforme lo dispuesto en el MDA, las partes tenían la facultad de ponerle término anticipado en cualquier tiempo, sin expresión de causa y sin ninguna obligación de indemnización, lo cual en la especie ocurrió por la carta



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

del gerente general de la compañía de 12 de Agosto de 2005 que informaba a ENAP su intención de poner término inmediato al Acuerdo, y la respuesta de 26 de Agosto del mismo año, por la cual ENAP se allanó totalmente a ello, dándolo expresamente por terminado el día 12 de Agosto de 2005.

13.- Que, en cuanto a que el acuerdo para la colocación del remanente del aumento de capital se habrían producido antes del 12 de Agosto de 2005, como lo expresa la defensa, debe decirse que si bien se ha acreditado dicha circunstancia así como la solicitud del traspaso de custodia de 2 de Agosto, de acuerdo a lo antes expresado, la ley prohíbe hacer uso de información privilegiada desde que se tiene el privilegio de la información capaz de influir en la cotización de los valores no difundida al mercado, lo cual en la especie, se produjo el 12 de Agosto de 2005. Es decir, aún cuando el acuerdo del directorio fue previo al 12 de Agosto, una vez generada la información privilegiada y no obstante tal acuerdo, la sociedad debía abstenerse de realizar toda operación, en beneficio propio o ajeno, al respecto.

En tal sentido, debe expresarse que la primera orden de venta de acciones Schwager por la misma compañía fue dada el día 17 de Agosto de 2005 a las 9:40 horas, ingresando órdenes sucesivas los días 18, 19 de Agosto y 12 de Octubre de 2005, por un total de 35.822.269 acciones vendidas a un precio promedio de \$19,86.-, obteniendo una recaudación total de \$711.482.145.-

14.- Que, de acuerdo al artículo 164 de la Ley N° 18.045, "cualquier información" referente a uno varios emisores de valores, a sus negocios o valores por ellos emitidos, que cumpla las condiciones establecidas en la misma norma, constituye información privilegiada, no conteniendo tal dispositivo ninguna distinción en cuanto al origen de tal información.

Dado lo anterior, una recta interpretación de la misma, no permite limitar su alcance solamente a la información proveniente de terceros -como lo expresa la defensa-, sino que también comprende la información procedente de la misma persona que hace uso de ella, en razón de que si la ley no ha distinguido no es lícito al intérprete hacerlo.

Ello responde a la necesidad de dar debida protección al bien jurídico que pretende amparar la institución de la información privilegiada, en cuanto a velar por la igualdad de la información para todos los agentes que intervienen en el mercado de capitales, como fundamento que permite el correcto funcionamiento del mismo.

15.- Que, la norma del artículo 165 de la Ley de Valores contiene una prohibición absoluta para realizar operaciones que le permitan obtener beneficios o evitar pérdidas, en el mercado de valores, respecto de quienes gozan de información privilegiada al tenor de la definición que sobre la misma da el artículo 164 del mismo cuerpo legal, razón por la cual todas las argumentaciones que da acerca de la ausencia de intencionalidad en tal sentido, resultan irrelevantes por cuanto las ventas de las acciones cuestionadas se han hecho con el privilegio de una información no divulgada que tenía la potencialidad de afectar la cotización de los valores.

16.- Que, dado lo precedentemente expuesto, se ha establecido que Schwager, en la venta de las acciones cuestionadas, hizo uso de la información privilegiada sobre el término del MDA, incurriendo en la infracción descrita en el artículo 165 de la Ley N° 18.045.

17.- Que, para la dictación de la presente resolución se han considerado y ponderado todas las presentaciones y antecedentes del procedimiento administrativo.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

RESUELVO:

1.- Aplíquese a Schwager S.A. la sanción de multa, a beneficio fiscal, ascendente a UF 4.000, pagaderas en su equivalente en pesos a la fecha efectiva de su pago, por infracción a lo dispuesto en el artículo 165 de la Ley N° 18.045.

2.- El pago de la multa deberá efectuarse en la forma prescrita en el artículo 30 del D.L. N° 3.538, de 1980.

3.- El comprobante de pago deberá ser presentado a esta Superintendencia para su visación y control, dentro del plazo de cinco días hábiles de efectuado el pago.

4.- Remítase copia de la presente Resolución al interesado.

5. Se hace presente que contra la presente Resolución procede el recurso de reclamación establecido en el artículo 30 del D.L. N° 3.538, el que debe ser interpuesto ante el Juez de Letras en lo Civil que corresponda, dentro del plazo de diez días hábiles contado desde la notificación de la presente resolución, previa consignación del 25% del monto total de la multa, en la Tesorería General de la República.

Anótese, comuníquese y archívese.


ALBERTO ETCHEGARAY DE LA CERDA
SUPERINTENDENTE



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