



Mercados de Capitales: Desarrollos recientes y notas sobre regulación de Información Privilegiada en Chile

Guillermo Larrain
Superintendente de Valores y Seguros

Desayuno AMCHAM, 27 de Noviembre, 2007



Evolución de la legislación financiera: Al menos una ley cada 2 años

1986 Reforma Ley Bcos

1987 Ley FICE

1989 Ley F Inversión

2000 Ley de Opas

2001 1^{ra} Reforma al MK

2007 2^{da} Reforma al MK

1981 Ley Mercado Valores

1981 Ley de Sociedades Anónimas

**2007 3^a Liquidación y
Compensación de Valores
(en Congreso)**

**2007 3^a Reforma al MK
(anunciada)**

1996 Ley DCV

1980 Ley Orgánica SVS

1980 Reforma Previsional DL 3500

1994 Ley Moderniza M^o Valores



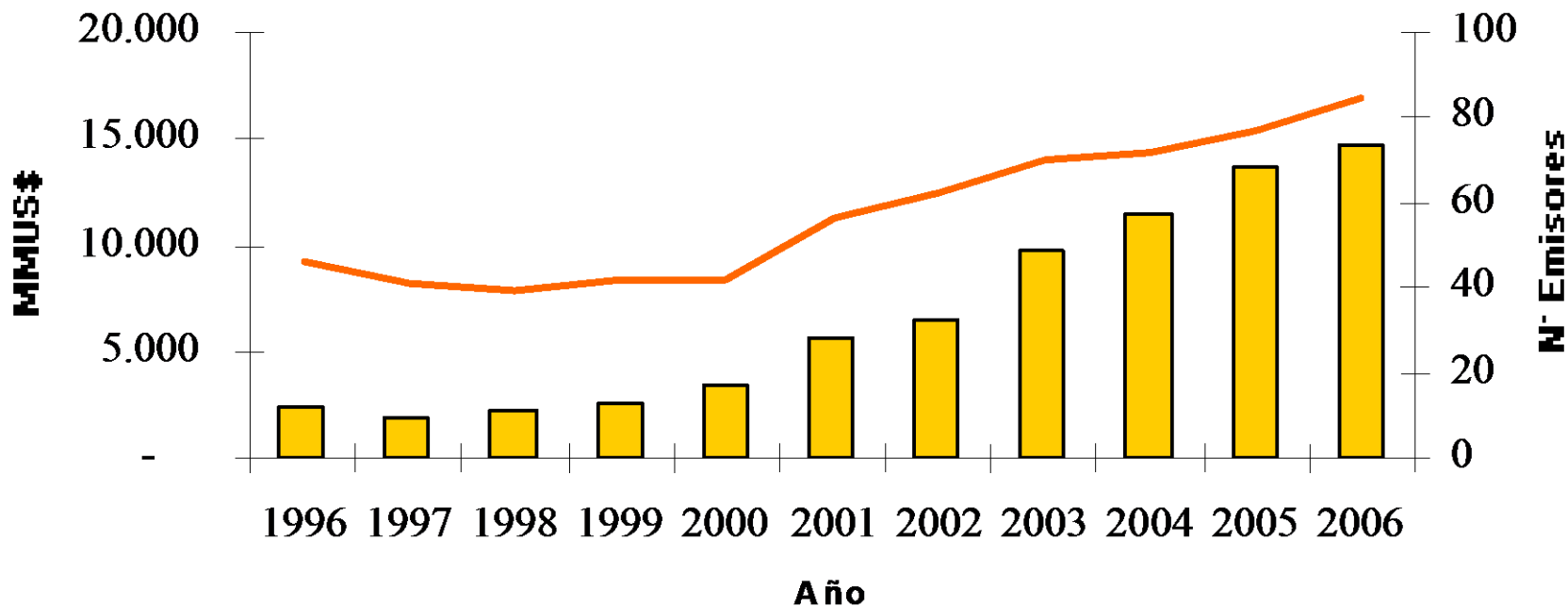
Perspectiva

- Esta maciza y consistente serie de reformas han permitido un desarrollo sostenido del mercado financiero
- Este desarrollo es exponencial: más pasa el tiempo, más sofisticado se vuelve el mercado, sus actores, sus leyes y regulaciones, sus supervisores
- Esto mismo requiere que, de ahora en más, el mix de leyes-regulaciones cambie. Necesitamos leyes más generales y regulaciones más flexibles. Esto necesitará, en el tiempo, otra institucionalidad de supervisión en el mercado de valores



Un mercado con más instrumentos más significativos

Bonos corporativos



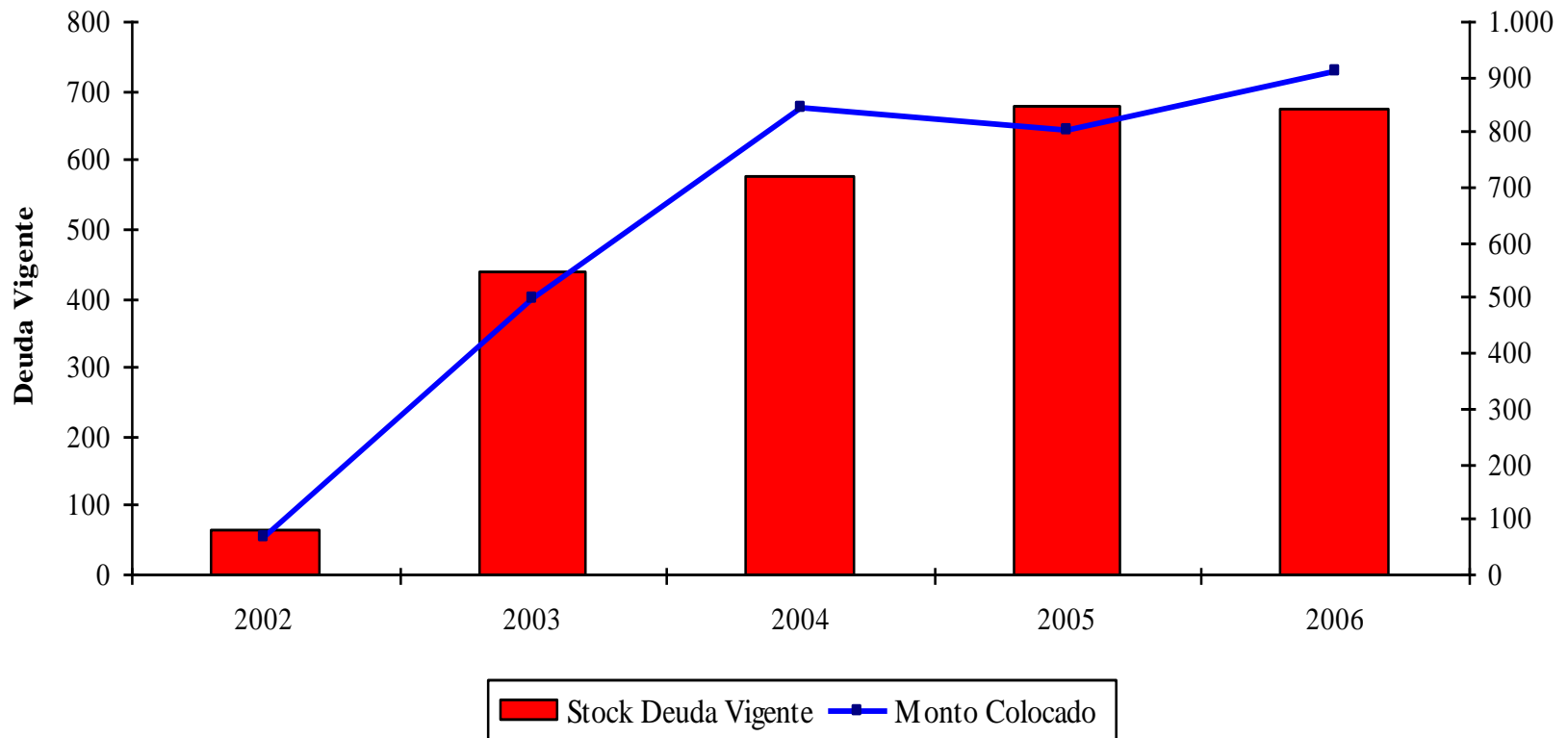
 Stock bonos corporativos US\$ MM

 Número de emisores bonos



Un mercado con más instrumentos más significativos

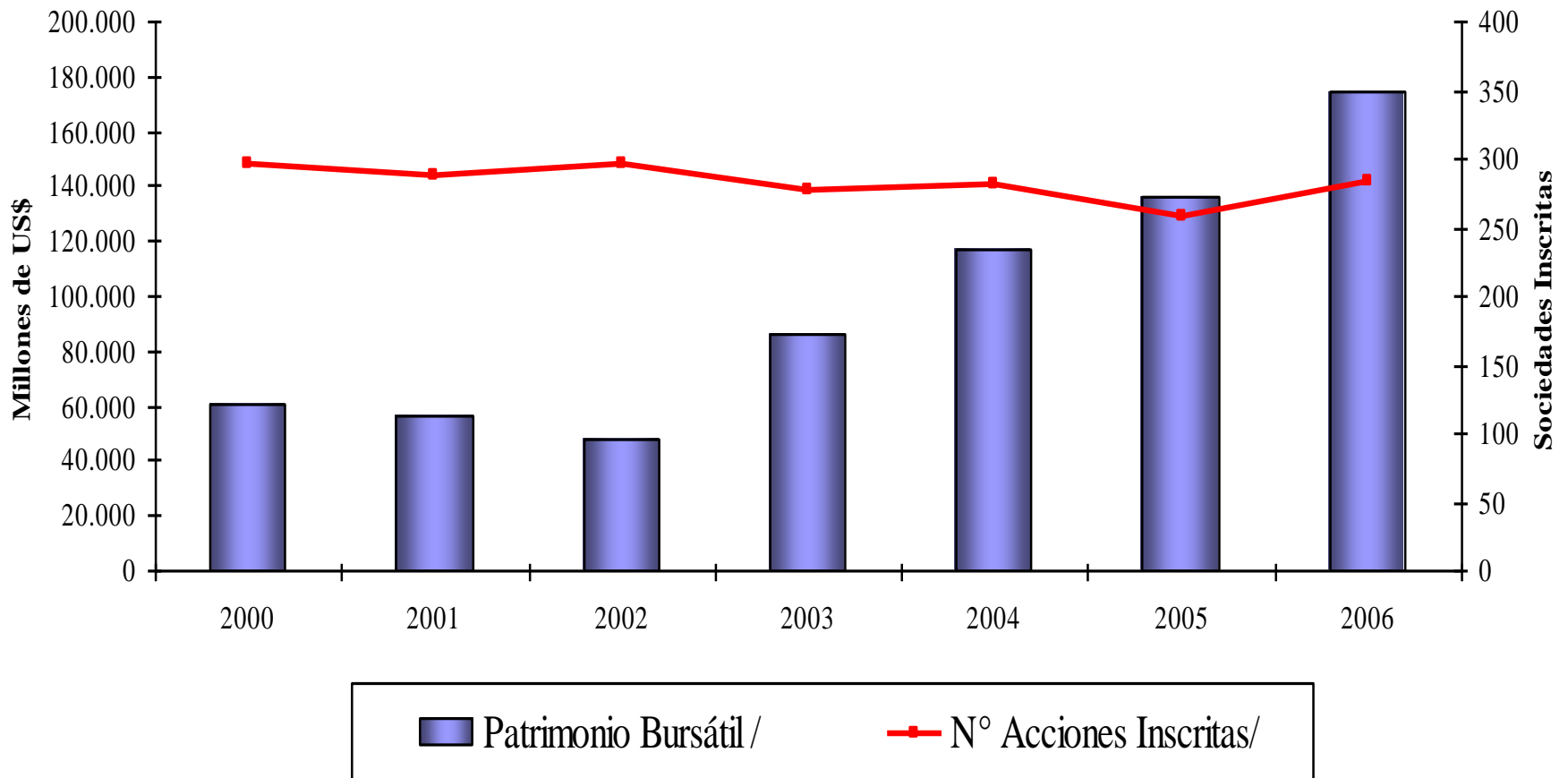
Deuda vigente y montos colocados en efectos de comercio
(MILLONES US\$)





Un desarrollo bursátil prometedor, profundidad

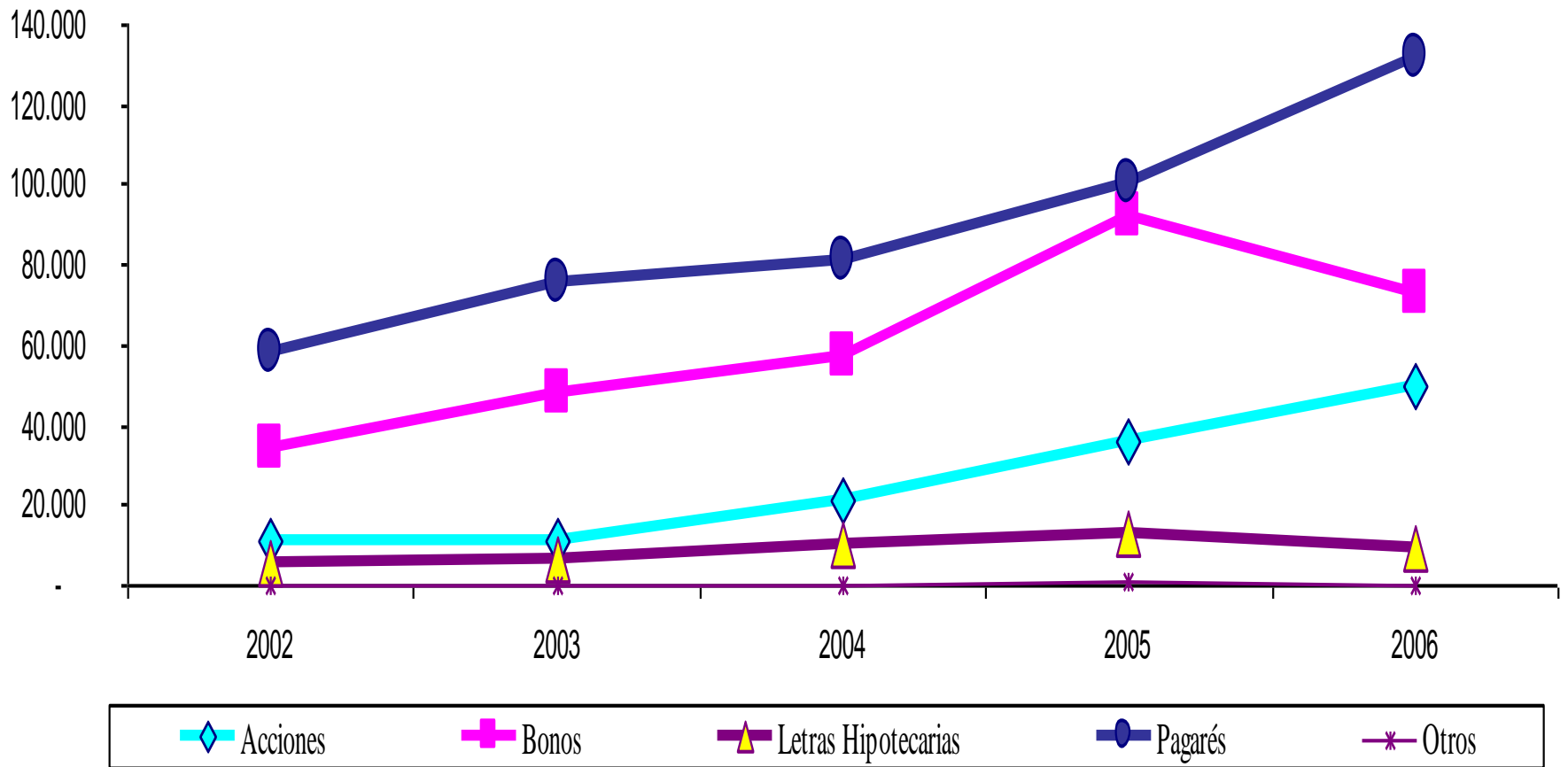
Patrimonio Bursátil y Sociedades Inscritas





Un desarrollo bursátil prometedor, liquidez

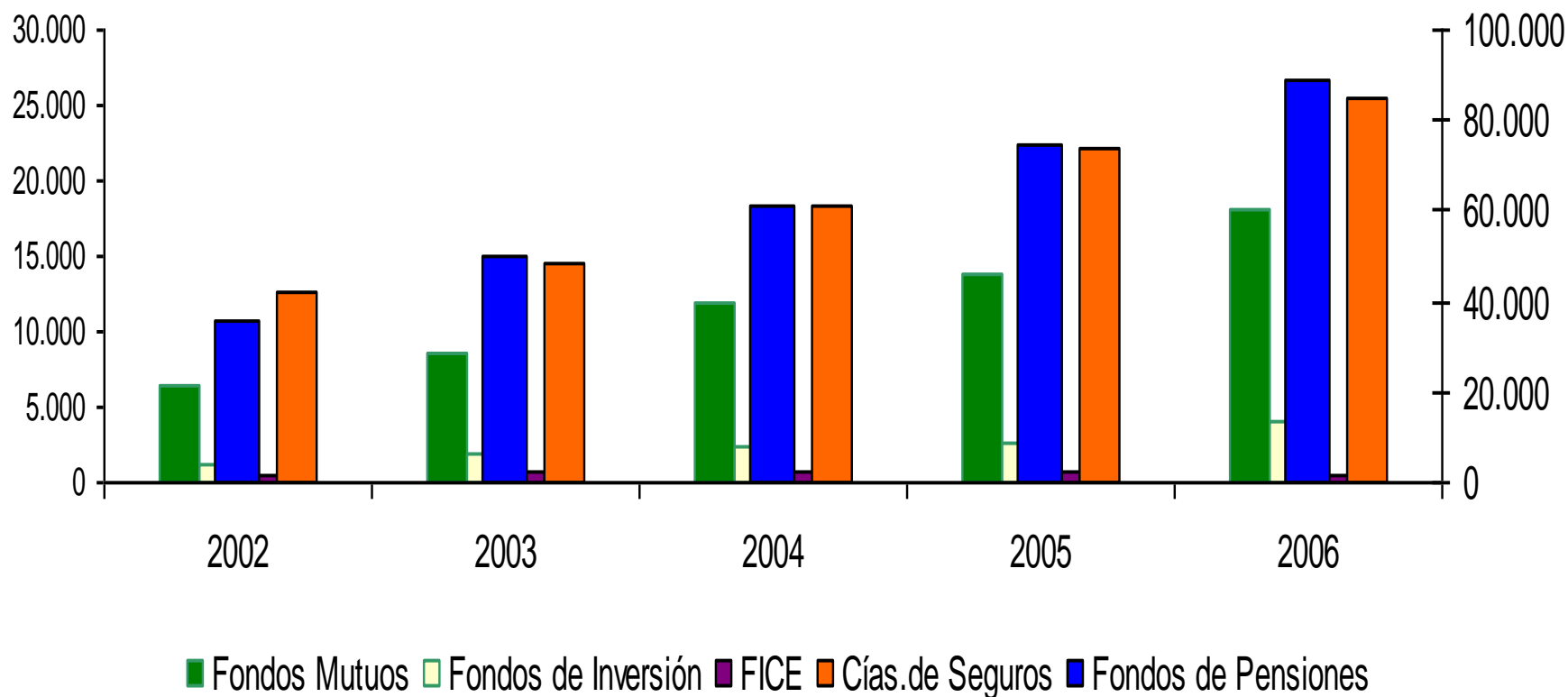
Montos Transados (millones de US\$)





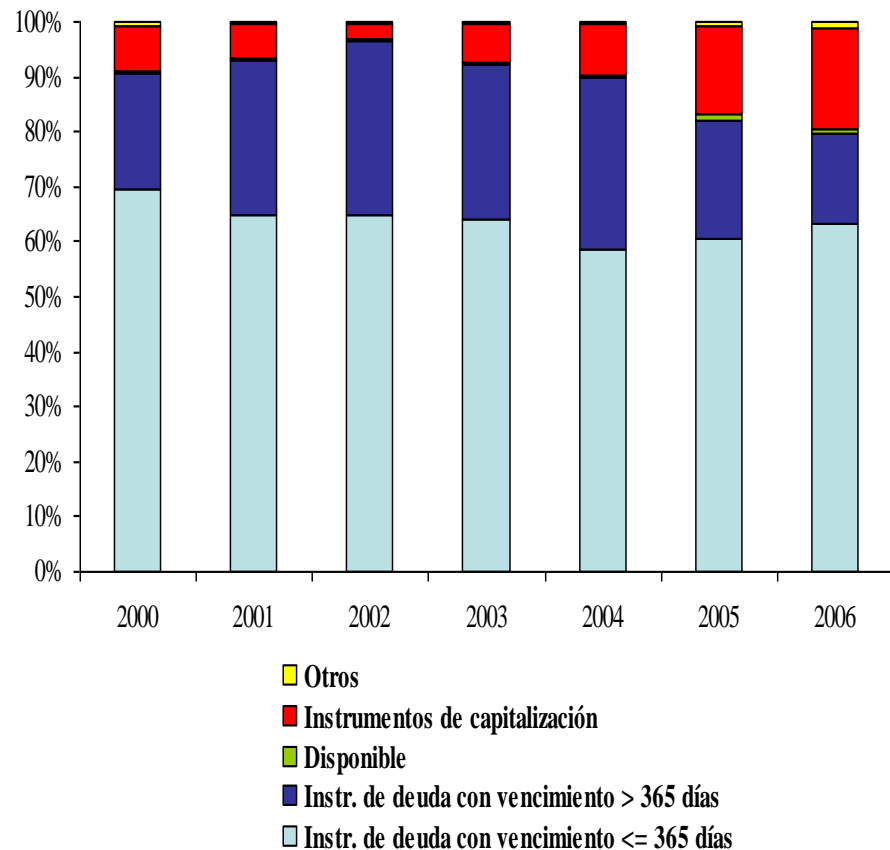
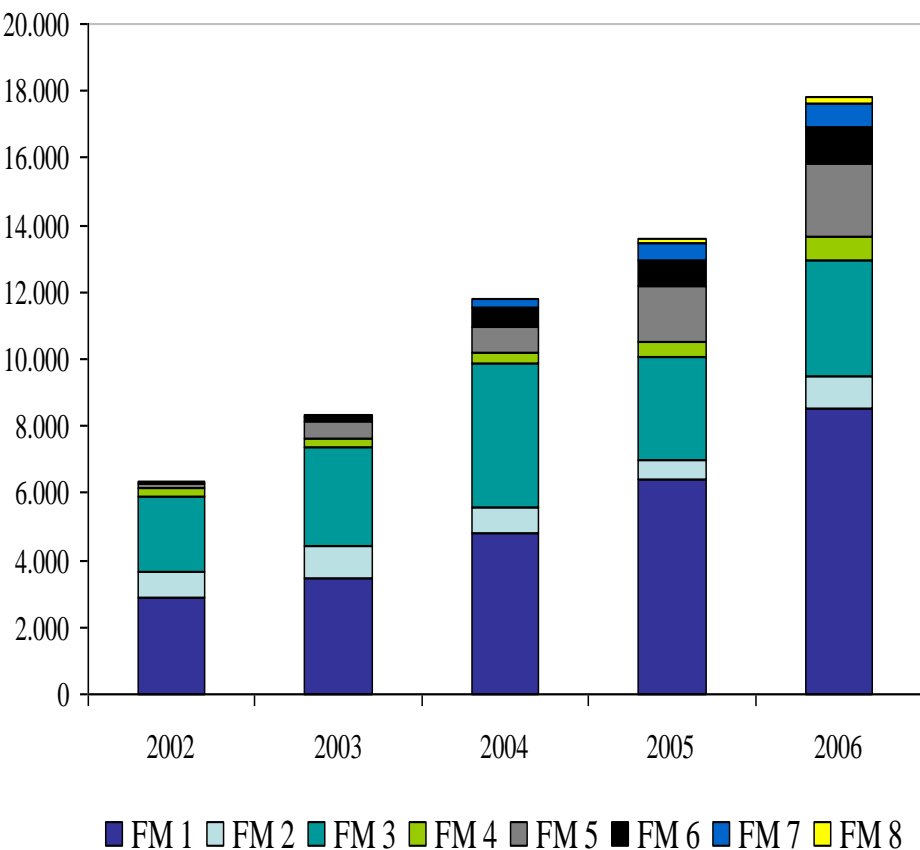
Los institucionales acumulan activos... y sofisticación

Activos de los Inversionistas Institucionales (millones de dólares)





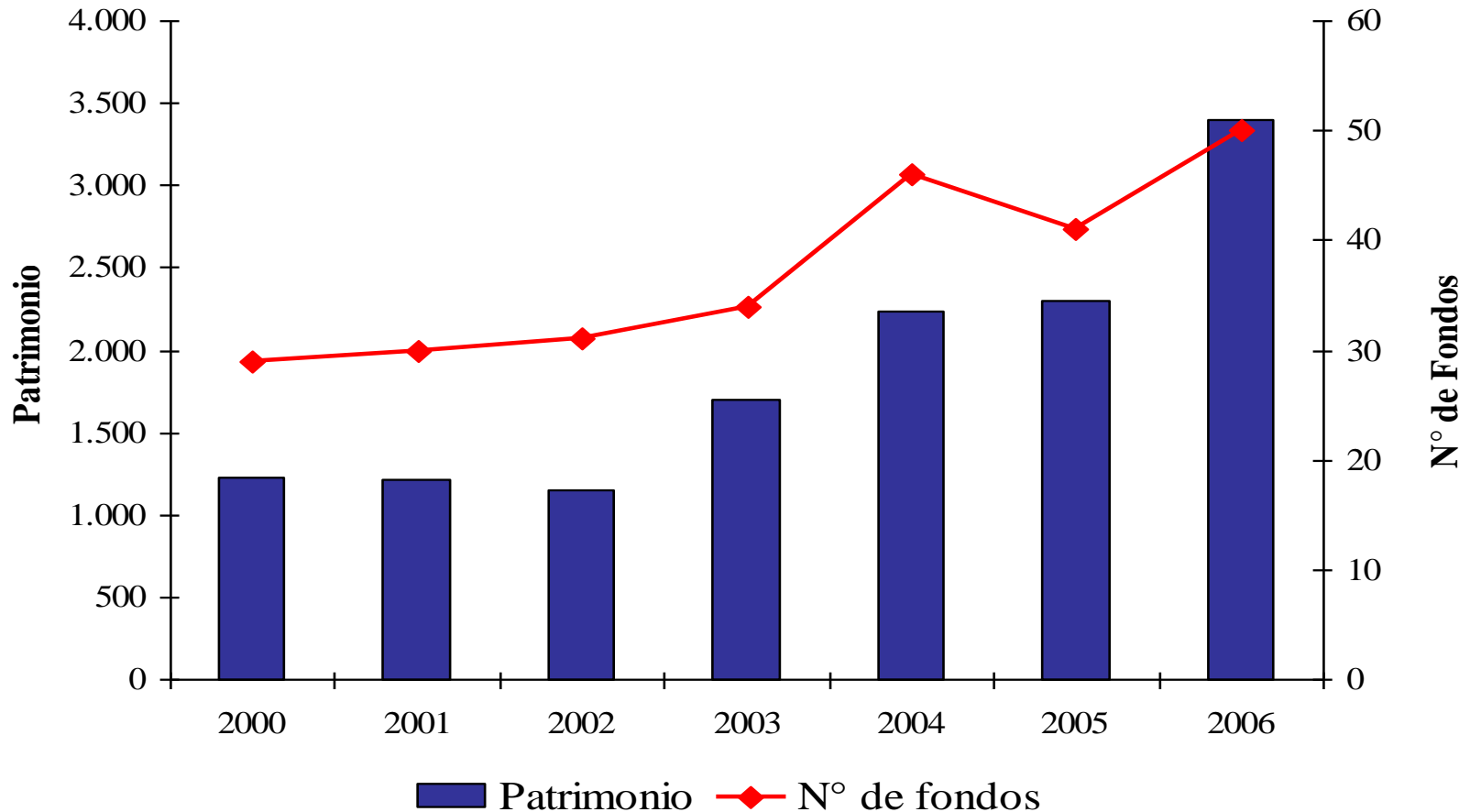
El acceso al mercado se democratiza por los Fondos Mutuos





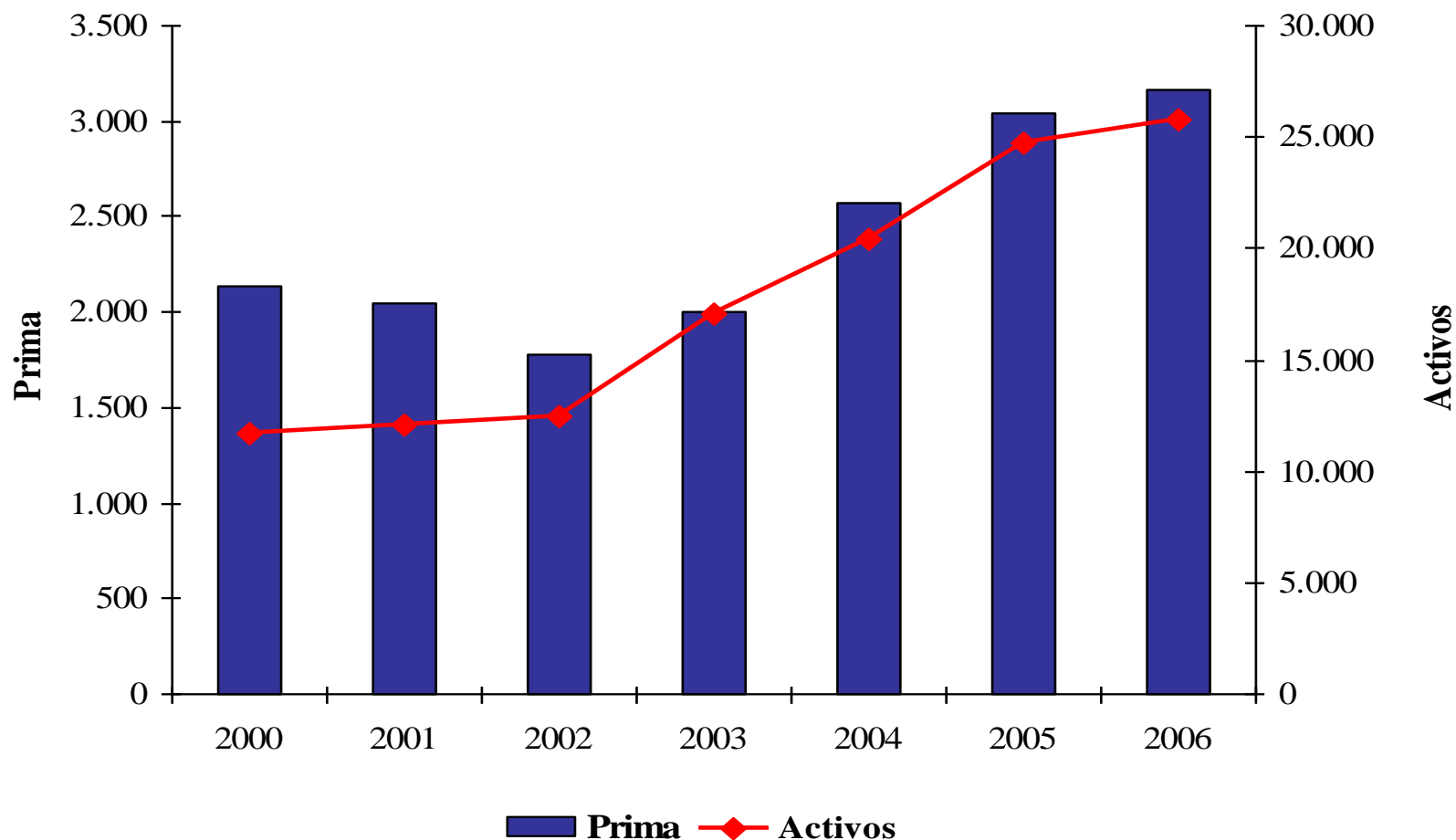
Los fondos de inversión también crecen y se desarrollan

Número de Fondos y Patrimonio Administrado
(millones de dólares)





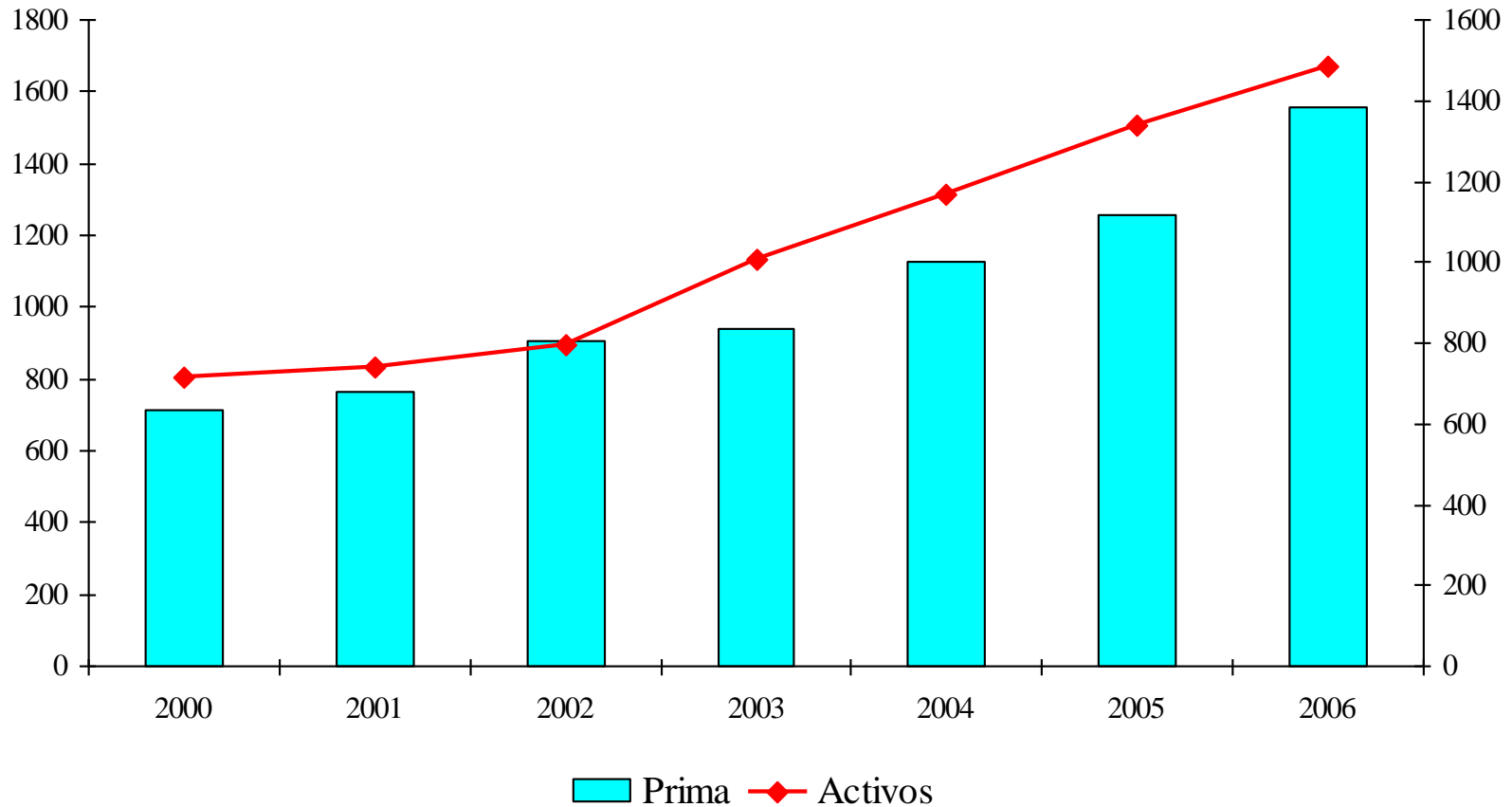
Seguros de Vida: Prima Directa y Activos (millones de dólares)



* Total primas acumuladas en los últimos 12 meses



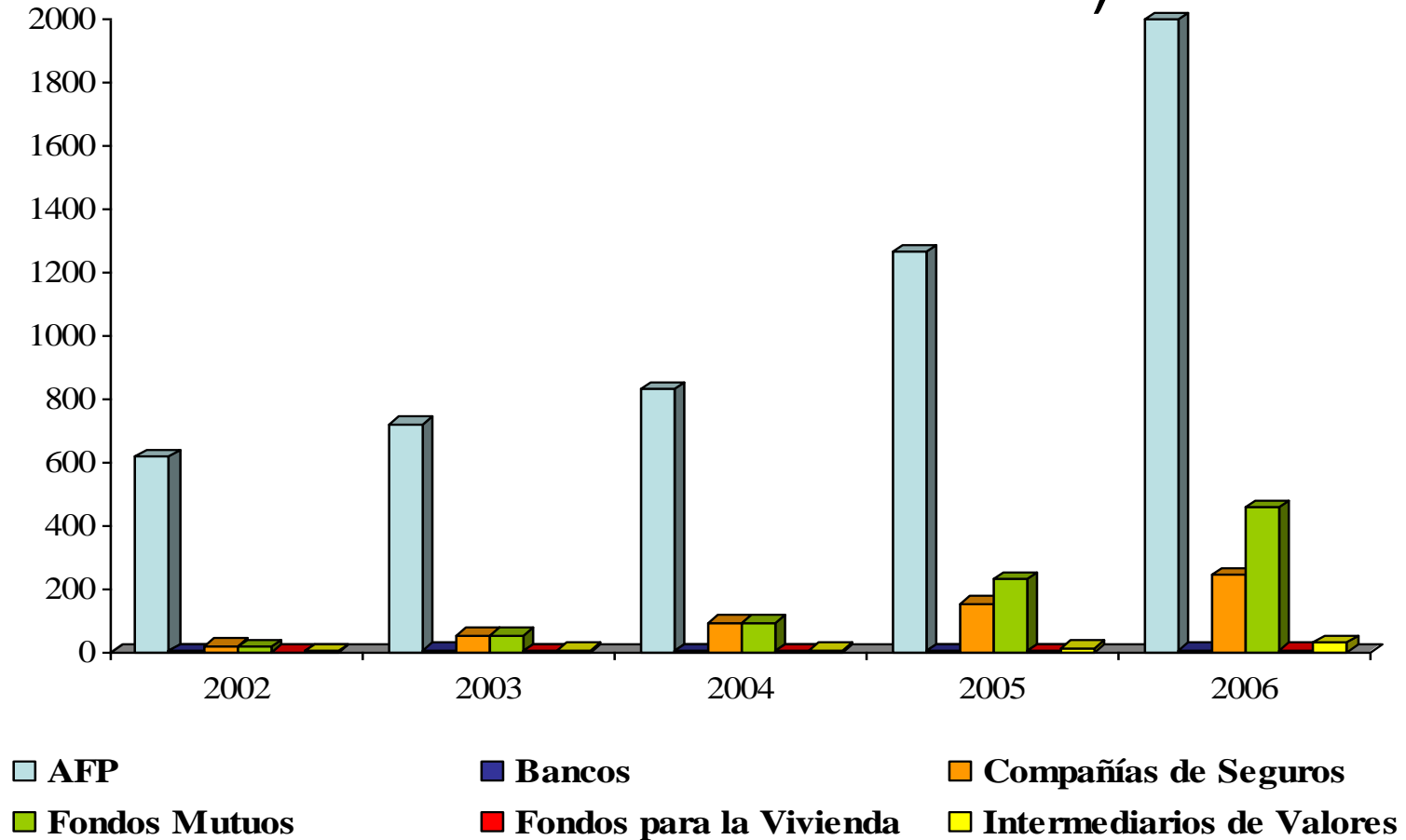
Seguros Generales: Prima Directa y Activos (millones de dólares)



* Total primas acumuladas en los últimos 12 meses

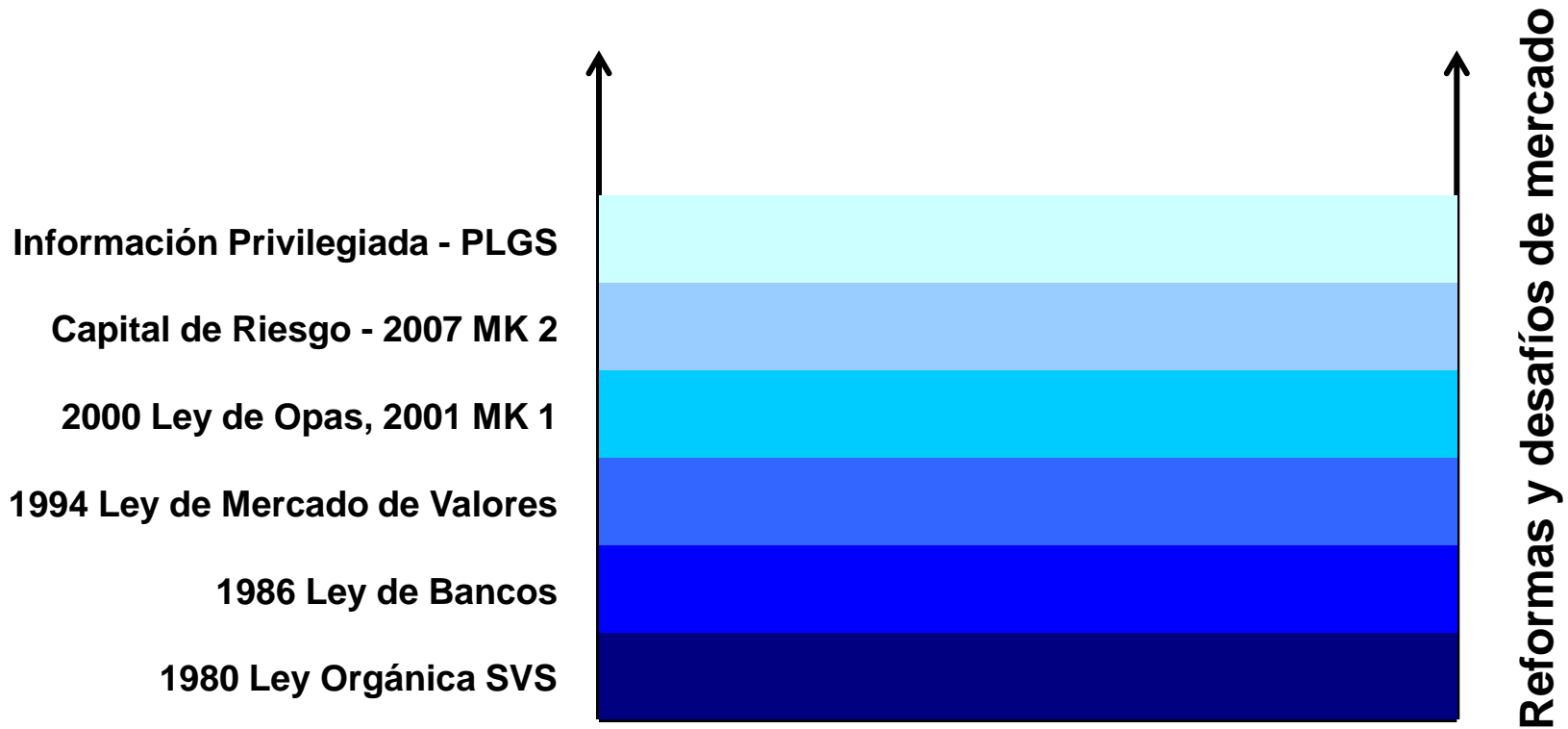


Caso particular: APV (saldo acumulado por Industria, en millones de dólares)





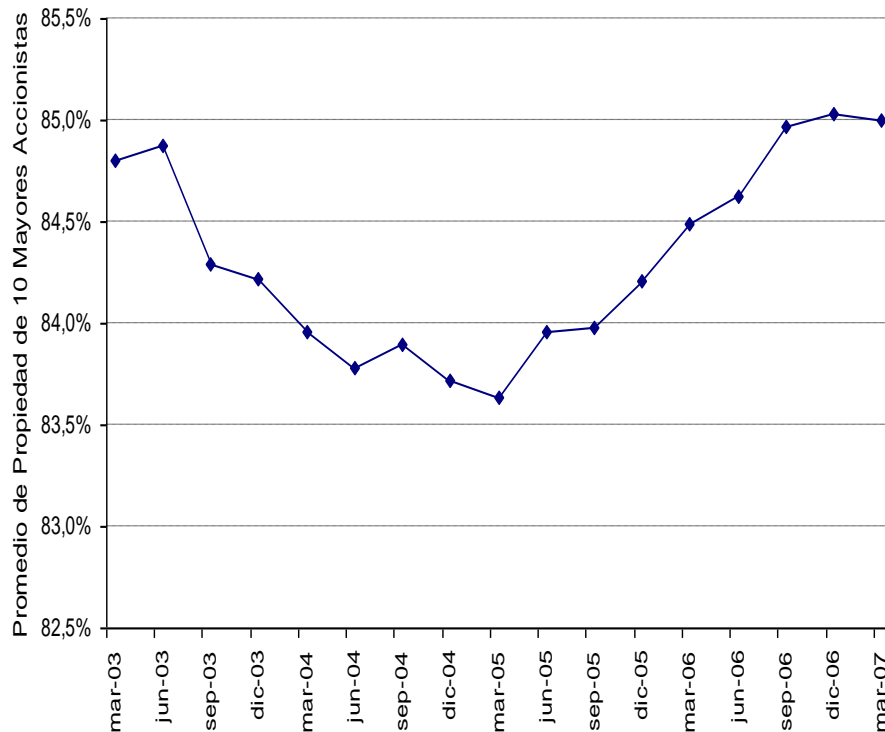
La profundidad y complejidad creciente del mercado chileno: sube el nivel del agua...



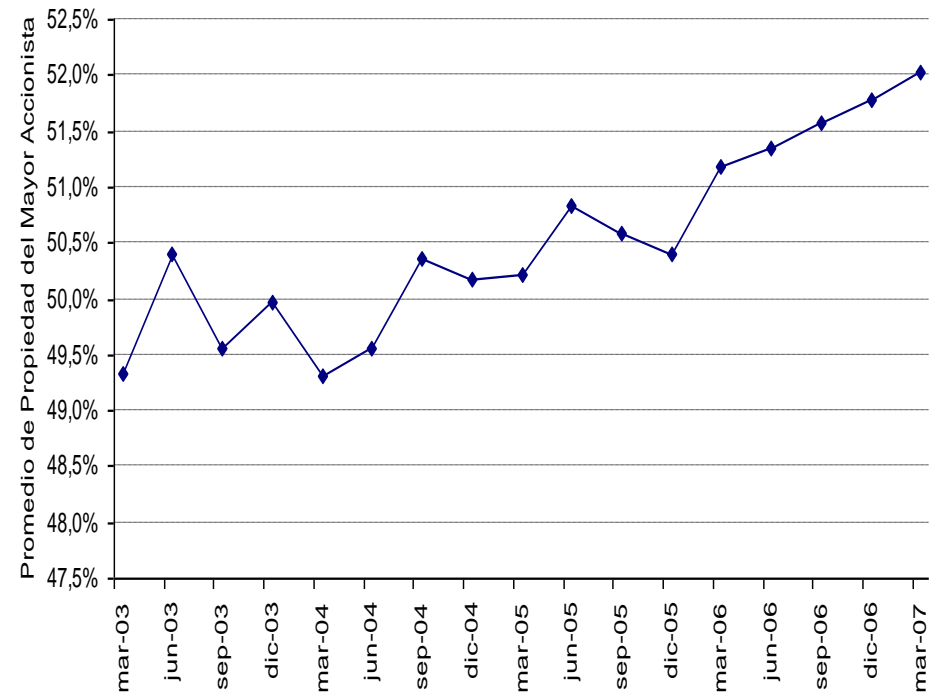


Tres elementos más para preocuparse de IP: más concentración accionaria del controlador(es)...

10 mayores accionistas

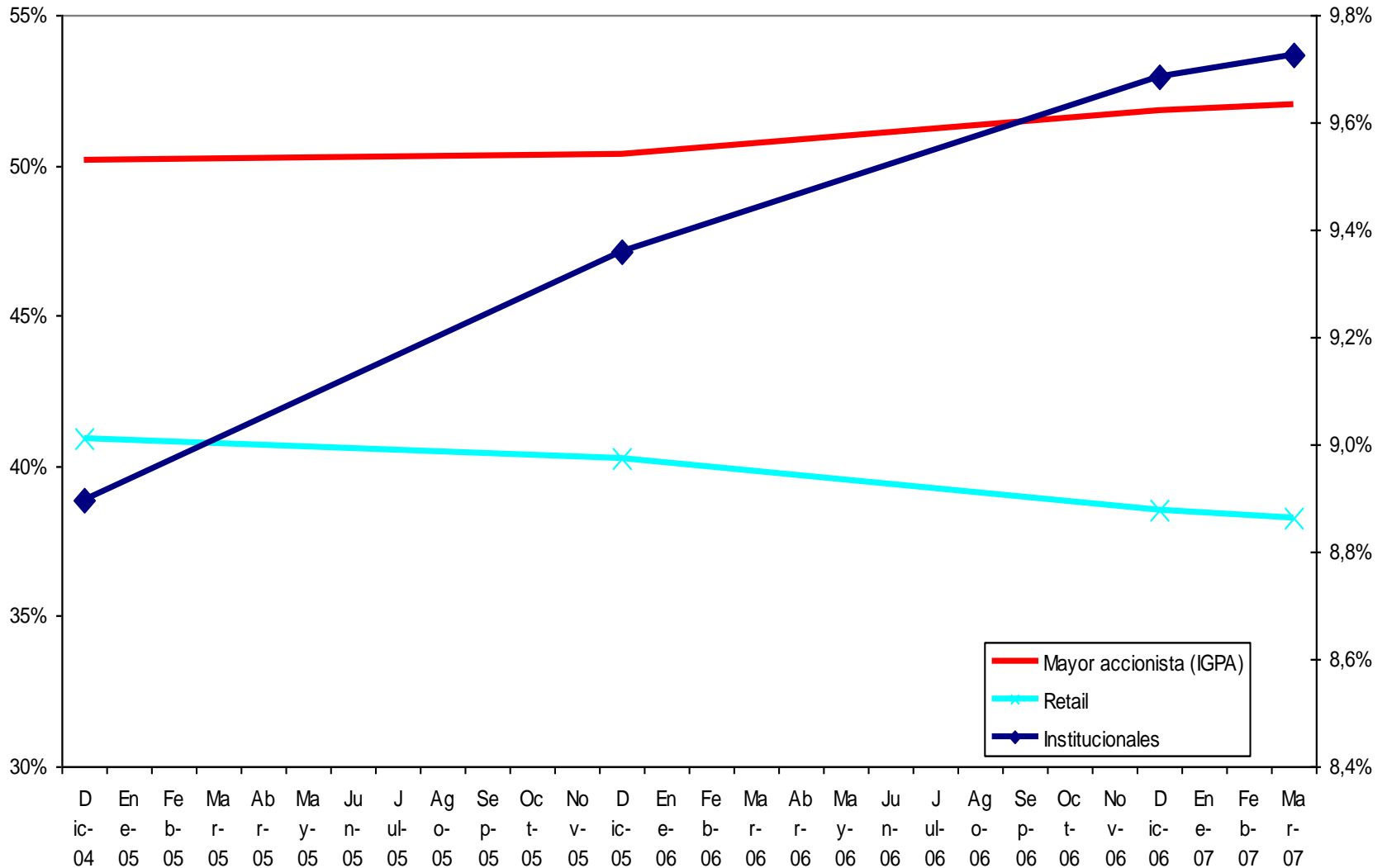


Principal accionista





... importancia del retail y de inversionistas extranjeros a la baja!





Conceptualización del Problema del Insider Trading

- Aunque todos los instrumentos que se transan en el mercado de valores son reducidos a una combinación Riesgo-Retorno, su medición (a futuro) es compleja y se requiere información.
- La teoría de la economía de la información muestra que las asimetrías de información dañan la eficiencia del funcionamiento del mercado.
- Las asimetrías introducen costos de transacción que reducen los niveles de eficiencia, generan selección adversa y rentas no eficientes, alteran las señales de precios y distorsionan la asignación de recursos.

Sin embargo, las asimetrías son inevitables y hasta cierto punto deseables: el mercado funciona construyendo dichas asimetrías.

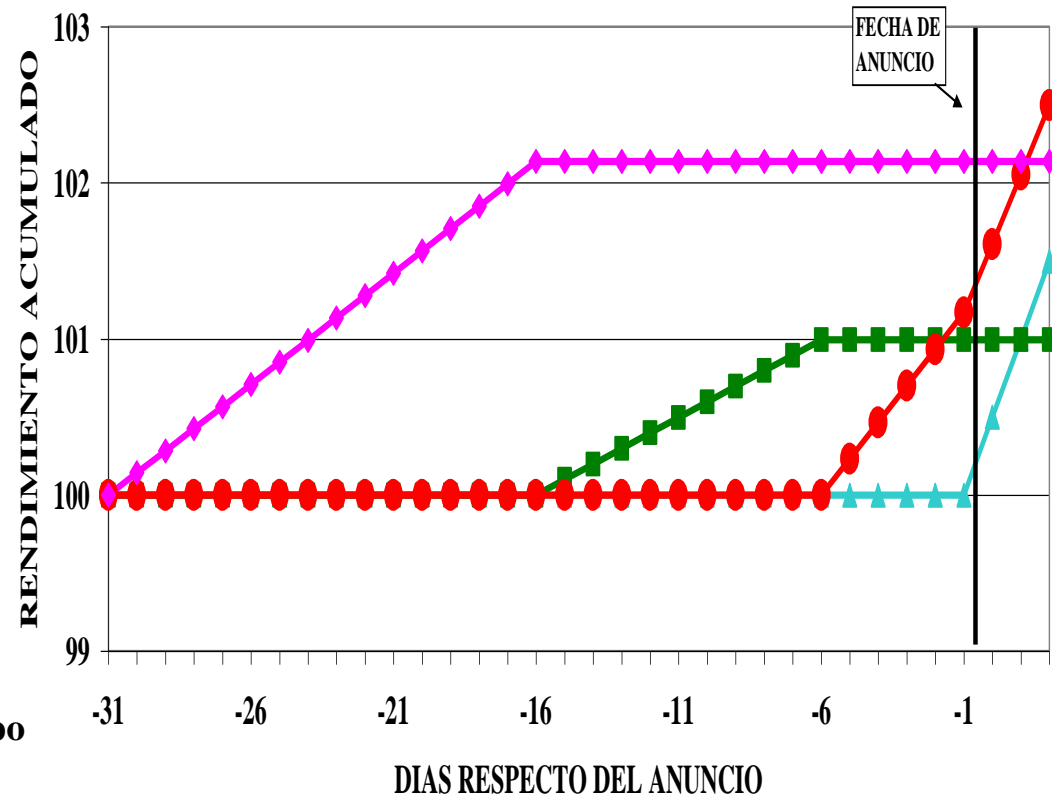
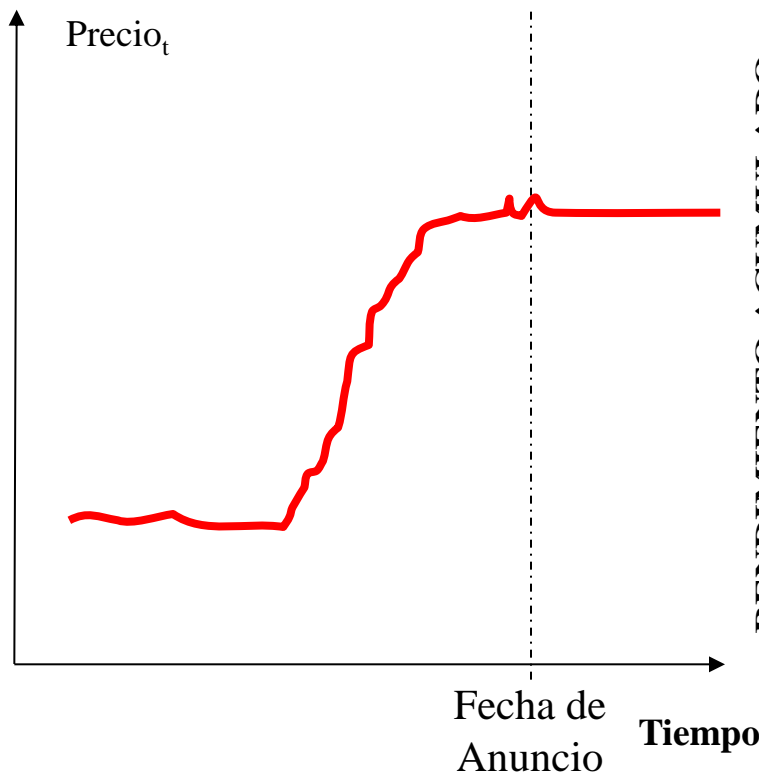
**El problema es ¿cuál es el nivel aceptable de asimetrías de información?
¿Qué significa “terreno de juego nivelado”?**



Uso de información privilegiada : estimaciones para Chile y América Latina

ADQUISICIONES

RENDIMIENTO ACUMULADO DURANTE LA ANTICIPACION E IMPACTO



Argentina Brasil Chile México

When an event is not an event

Bhattacharya, Daouk, Jorgenson and Kehr
(JFE, 2000)



Mitigación del Uso de Información Privilegiada

- Autorregulación: Distintos actores del mercado pueden contribuir a mitigar el Insider Trading: Bolsas, Corredores y Emisores de Valores.
- Regulación: A la autoridad le cabe un rol importante para complementar la autorregulación y para lograr una fiscalización eficaz.
- El equilibrio entre regulación y autorregulación es diverso, depende de la capacidad del sector privado para generar una autorregulación efectiva.



Valor de la Mitigación del Insider Trading

- Cruces y Kawamura (2007) “Insider Trading and Corporate Governance”:
 - Antecedentes:
 - El uso de información privilegiada no es castigado en AL
 - Existe una relación entre Insider Trading y Gobierno Corporativo porque los controladores poseen la discrecionalidad para perjudicar a los minoritarios y/o al resto del mercado
 - Mientras mayor asimetría de información, mayor el costo de selección adversa para los inversionistas e intermediarios no informados (mayor ITP (Informed Trading Probability) => mayor spread bid-ask) [Odders-White and Ready (2004); Denis and Weston (2001); Vega (2004) encontraron coeficiente de correlación de 0.35; 0.33 y 1.19 respectivamente, significativos al menos al 5%]
 - Hasbrouck (1991): mayores cambios de precio reflejan mayor presencia de private information [Odders-White and Ready (2004); Denis and Weston (2001) lo confirman y Wang (1994); Brown, Finn and Hillegeist (2002) muestran lo contrario]



Evidencia Empírica de Insider Trading

- Cruces y Kawamura (2007) “Insider Trading and Corporate Governance”:
 - Resultados (288 valores, de 207 compañías, 80% de vol. trans. de 7 países):
 - Heterogeneidad en la ITP para los valores estudiadas dentro de los grupos (países, quintiles de volumen, sectores, tipos de valores y clasificación de ADR), pero no entre los grupos.
 - ITP es más alto para los valores menos líquidos.
 - Brasil y México menor ITP, Venezuela y Colombia mayor ITP.
 - Los valores de compañías con ADR muestran menor ITP.



Evidencia Empírica de Insider Trading

- Cruces y Kawamura (2007) “Insider Trading and Corporate Governance”:
 - Resultados (288 valores, de 207 compañías, 80% de vol. trans. de 7 países):
 - Los países con legislación relativa a información sobre protección al inversionista muestran menor ITP.
 - Los peaks de la ITP ocurren justo antes de anuncios corporativos y son mayores cuando los anuncios son no periódicos.
 - Evidencia de filtración de información en Argentina, Brasil y Chile, pero no en México



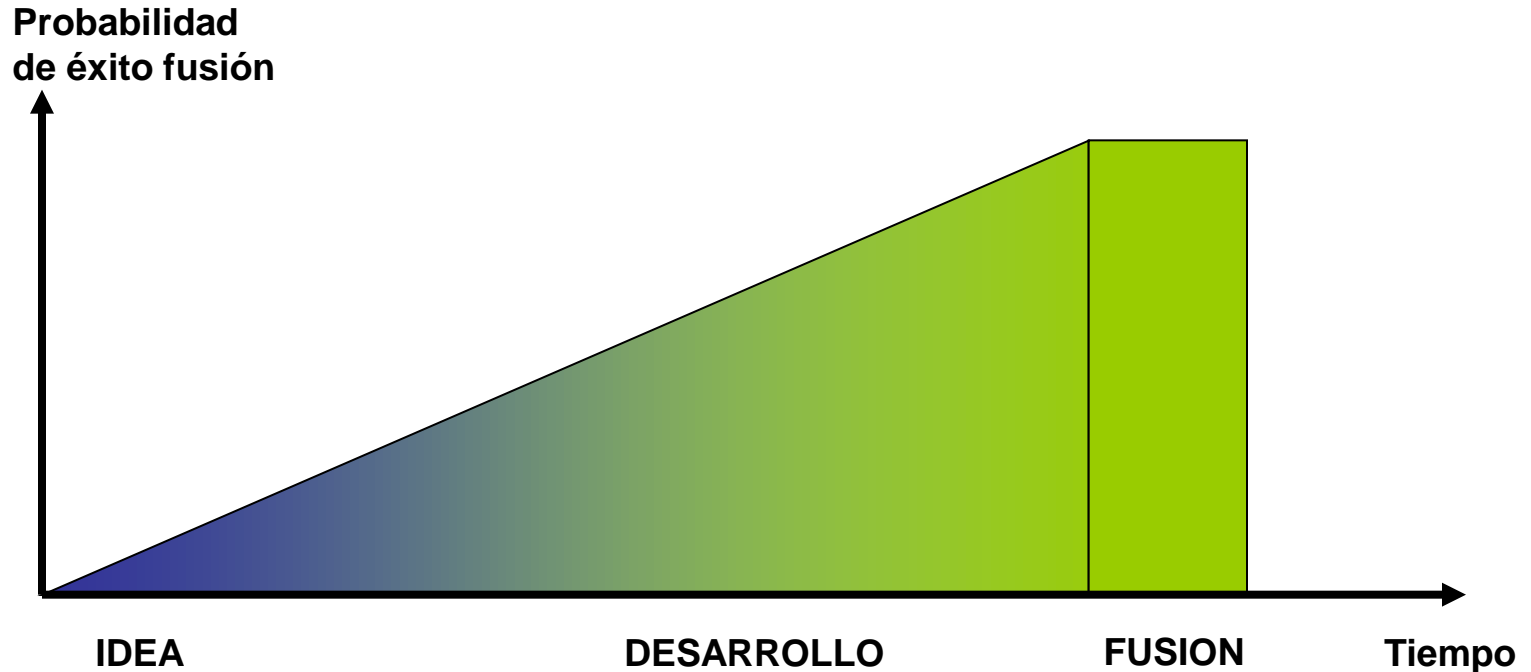
Nueva normativa para manejo de información

1. Políticas de manejo de información de interés para el mercado.
Cada entidad debe definir e informar (entre otros)
 - Criterios de divulgación de transacciones
 - Períodos de bloqueo
 - Mecanismos de resguardo de información reservada
 - Mecanismos de difusión de resguardos

2. Modificación NCG 30
 - Conceptualización de Hechos Esenciales
 - Conceptualización de Hechos Reservados
 - Nuevos procedimientos para ambos
 - Norma sobre trascendidos y rumores (*norma atrasada*)



Ejemplo de un proceso: Fusión con información continua



El ideal sería informar en forma continua para que el mercado asigne probabilidades de éxito y ello se incorpore a precios

Sin embargo, los negocios tienen dinámicas que pueden dificultar esto: condicionalidades, amenazas (competencia), legislaciones foráneas...

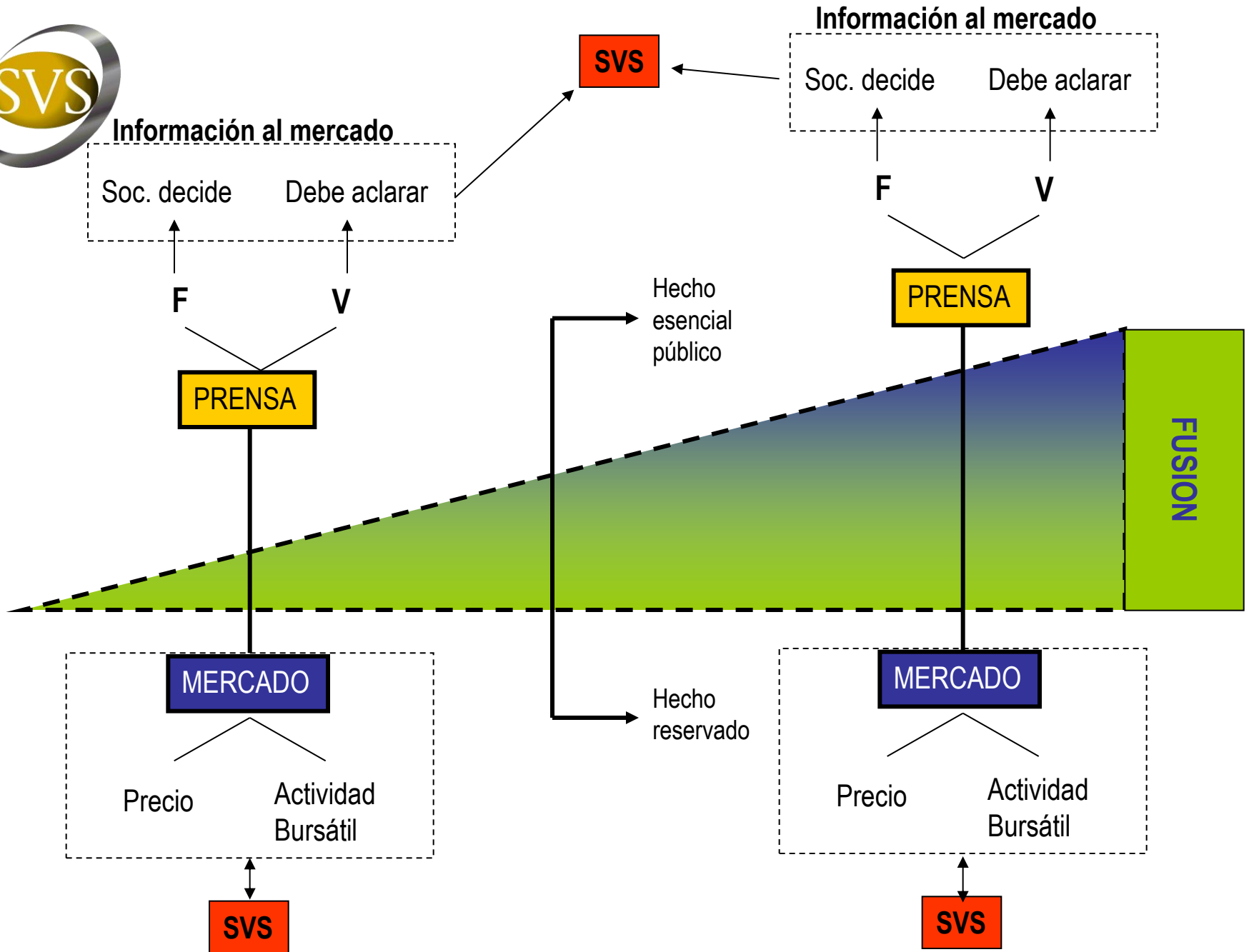


Proceso: Fusión sorpresiva



Alternativamente, un proceso de fusión puede ser manejado en forma tan discreta que la fase de idea y desarrollo no se note y el mercado se sorprenda con el anuncio final de la fusión.

Es una posibilidad, pero no impide que haya uso de información privilegiada.



Información al mercado

Soc. decide Debe aclarar

PRENSA

MERCADO

Precio Actividad Bursátil

SVS

Información al mercado

Soc. decide Debe aclarar

PRENSA

MERCADO

Precio Actividad Bursátil

SVS

FUSION

Hecho esencial público

Hecho reservado



Crisis Subprime

- Préstamos hipotecarios, incluyendo aquellos de baja calidad crediticia (subprime) son traspasados desde bancos y entidades hipotecarias a otros inversionistas bajo la forma de valores securitizados
- Estos valores son re-empaquetados, generalmente por bancos de inversión, bajo la forma de Colateralized Debt Obligations (CDO)
- CDOs son adquiridos por inversionistas institucionales de todo el mundo
- Abrupta alza en la cantidad de deudores hipotecarios en incumplimiento en los Estados Unidos provoca caída de CDOs y pérdidas en fondos que invierten en ellos
- Volatilidad asociada a la incertidumbre de extensión de crisis en términos de montos y de participantes involucrados



IPSA - GSPC





Mercados de Capitales: Desarrollos recientes y notas sobre regulación de Información Privilegiada en Chile

Guillermo Larrain
Superintendente de Valores y Seguros

Desayuno AMCHAM, 27 de Noviembre, 2007