

Estructura Societaria y Manejo de Información Privilegiada

Fernando Lefort

Escuela de Administración
Pontificia Universidad Católica de Chile

Estructura Societaria en Chile

- Alta concentración de propiedad y control:
 - Los 5 mayores accionistas controlan 80% de las acciones de las compañías.
 - Accionistas controladores concentran 68% del poder de voto.
- Consecuencias:
 - Menor separación entre propiedad y control:
 - Accionistas controladores ejercen gestión de la empresa y son determinantes en la elección del directorio.
 - Diferente problema de agencia respecto a USA.
 - Debilita el mercado por control corporativo
 - Menor liquidez del mercado:
 - Menor demanda y oferta por información de emisores.



Ownership Concentration In Latin America

Country	Sample (2002)	% of largest shareholder (2002)	% of 3 largest shareholders (2002)	% of 5 largest shareholders (2002)
Argentina**	15	61%	82%	90%
Brasil*	459	51%	65%	67%
Chile*	260	55%	74%	80%
Colombia*	74	44%	65%	73%
Mexico**	27	52%	73%	81%
Peru*	175	57%	78%	82%
Average	168.3	53%	73%	79%

* Data from Economática

** Data from 20-F ADR



Fernando Lefort
Escuela de Administración

*Estructura Societaria y
Manejo de Información
Privilegiada*



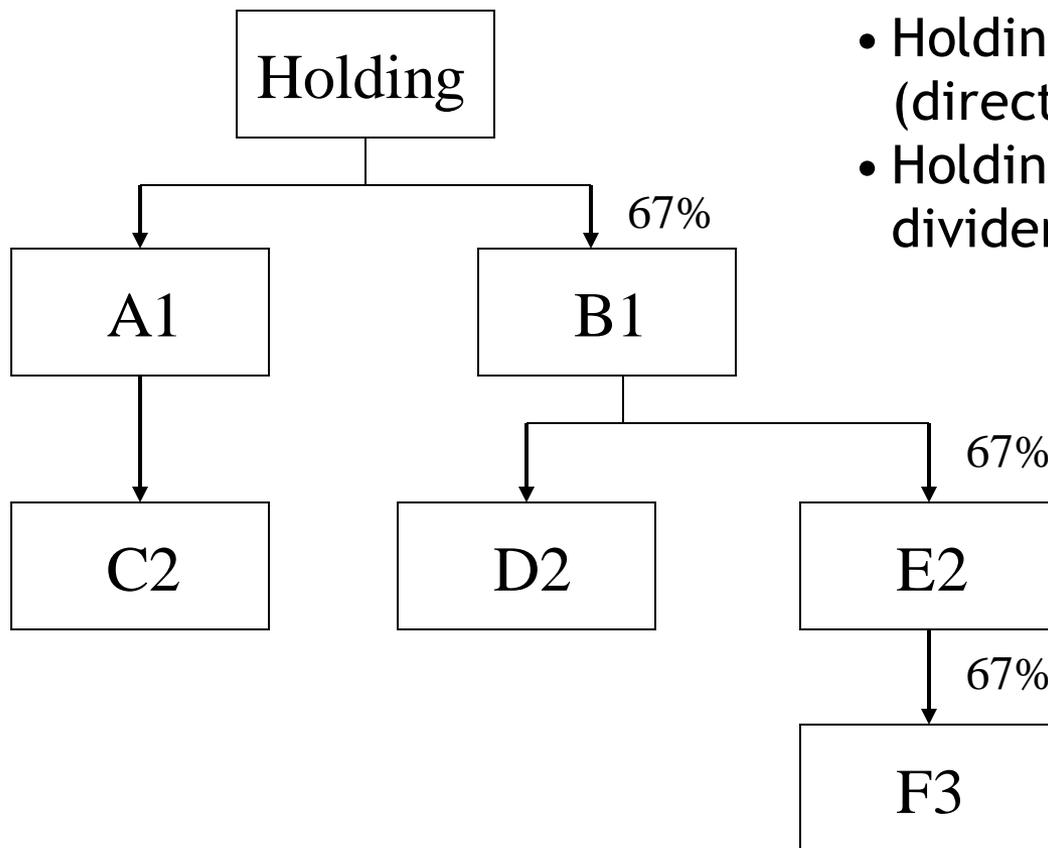
CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

Estructura Societaria en Chile

- Alta presencia de grupos económicos. Los grupos económicos en Chile controlan:
 - Más de 100, de acuerdo a la SVS.
 - El 70% de las empresas no financieras listadas en bolsa.
 - El 85% del patrimonio bursátil total.
 - El 90% de los activos totales de empresas no financieras listadas.
- Consecuencias:
 - Decisiones estratégicas del grupo se superponen con las de las empresas individuales.
 - Flujos de información cruzados:
 - En el 75% de las principales empresas, la mitad de los miembros del directorio son también ejecutivos y/o directores de otras empresas del mismo grupo
- Por lo tanto, no se puede analizar el tema del adecuado manejo de la información privilegiada sin considerar integralmente la dimensión grupal de las empresas.



Conflictos de Interés y Grupos Económicos en Chile: Pirámides en torno al holding



- Holding controla 2/3 de votos (directores) de F3.
- Holding recibe 30,1% de los dividendos pagados por F3.



Información y Reacción del Mercado en Chile

- En Chile la calidad y cantidad de la información disponible al mercado es menor que la que existe en mercados más desarrollados.
- Sin embargo, los precios de los activos reaccionan ampliamente aunque lentamente a la nueva información.
- Información y Estructura Societaria:
 - Mercado está atento a las señales de las empresas que presentan potenciales problemas de agencia.
 - Mercado entiende complejidad de estructuras societarias.



Fernando Lefort
Escuela de Administración

*Estructura Societaria y
Manejo de Información
Privilegiada*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

Información y Estructura Societaria en Chile

- Evidencia es consistente con que el mercado valora positivamente los buenos anuncios en aquellas compañías que presentan, potencialmente, mayores problemas de agencia.
- Los precios de las acciones reaccionan más frente a anuncios inesperados de mayores dividendos cuando:
 - Las empresas están vinculadas a un grupo económico: 5.12% vs. 1.86%
 - El controlador de la empresa tiene menor coincidencia entre sus derechos de voto y sus derechos sobre los dividendos de la compañía: 4.97% vs. 3.42%



Información y Estructura Societaria en Chile

- En las empresas asociadas a grupos económicos los flujos de información al mercado provienen de más fuentes.
- Sin embargo, el mercado entiende la complejidad de las estructuras societarias y su efecto sobre los flujos de información.



Fernando Lefort
Escuela de Administración

*Estructura Societaria y
Manejo de Información
Privilegiada*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

Información y Estructura Societaria en Chile

- Ejemplo de flujos de información entre sociedades holding y sus filiales:
 - 10 empresas Holding, 30 filiales.
 - 23 anuncios de utilidades (FECUs)

Grupo	Matriz	Filial 1	Filial 2	Filial 3	Filial 4	Filial 5	Filial 6
1	Antarchile	Copec	Cholgúan	Eperva	Iquique		
2	Min Valparaiso	Bicecorp	CMPC	Colbun	Lirquen	Copec	Endesa
3	Quiñenco	Madeco	CCU	Telsur	Banco Chile		
4	Pasur	Bicecorp	CMPC	Colbun	Lirquen	Copec	Endesa
5	Maritima Inv	Cristal Chile	Vapores	Navarino	Quemchi	Santa Rita	
6	Almendral	Entel					
7	Invercap	Cap					
8	Calichera	Soquimich					
9	Naviera	Agunsa	Interoceanica	Cabo Frio			
10	Pacifico	Pucobre					



Fernando Lefort
Escuela de Administración

*Estructura Societaria y
Manejo de Información
Privilegiada*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

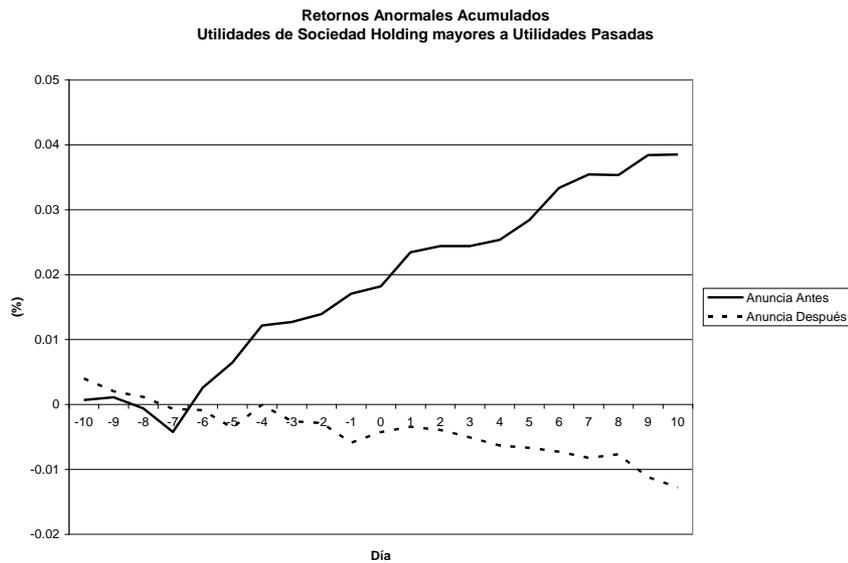
- Cuando la empresa Holding de un grupo anuncia sus utilidades antes que sus empresas filiales, si la nueva información es positiva e inesperada, los precios de las acciones de la empresa Holding reaccionan positivamente. Esto no ocurre si el anuncio de la matriz ocurre después de la publicación de las FECUs de todas sus filiales:

		Buena Noticia		Mala Noticia		No hay Noticia	
		CAR ($\sigma(\tau_1, \tau_2)$)	Prob.	CAR ($\sigma(\tau_1, \tau_2)$)	Prob.	CAR ($\sigma(\tau_1, \tau_2)$)	Prob.
Holding publica FECU antes que filiales	CAR (1..21)	3.85% 0.01	0.9%	-3.34% 0.02	11.7%	0.57% 0.01	69.0%
	CAR (1..11)	1.71% 0.01	12.5%	-1.31% 0.01	35.2%	0.40% 0.01	62.0%
	CAR (12..21)	2.14% 0.01	3.0%	-2.03% 0.01	14.7%	0.17% 0.01	85.7%
	N	71		38		15	
		CAR ($\sigma(\tau_1, \tau_2)$)	Prob.	CAR ($\sigma(\tau_1, \tau_2)$)	Prob.	CAR ($\sigma(\tau_1, \tau_2)$)	Prob.
Holding publica FECU después que filiales	CAR (1..21)	-1.28% 0.01	31.6%	-1.45% 0.02	34.8%	-1.72% 0.02	45.0%
	CAR (1..11)	-0.59% 0.01	54.0%	-0.85% 0.01	51.7%	-1.12% 0.02	53.9%
	CAR (12..21)	-0.69% 0.01	32.3%	-0.60% 0.01	47.2%	-0.60% 0.01	53.0%
	N	53		18		7	

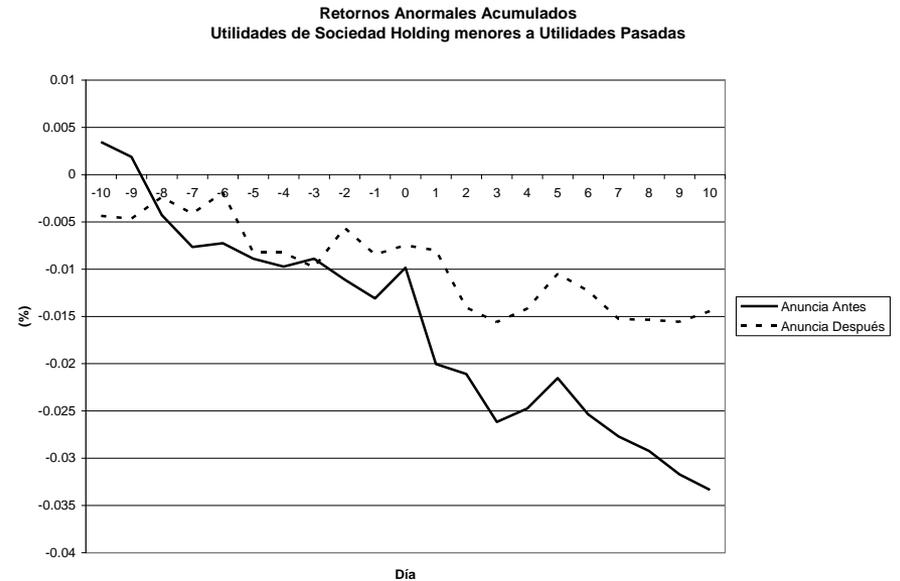


Reacción de precio de acciones de Sociedad Holding:

Anuncios positivos



Anuncios negativos



Fernando Lefort
Escuela de Administración

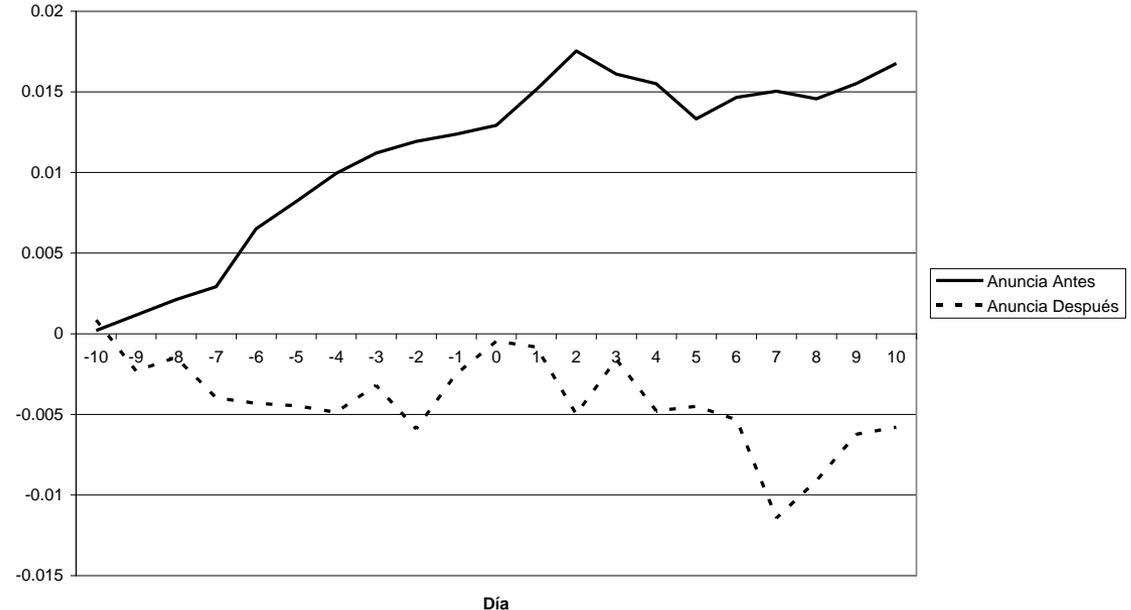
*Estructura Societaria y
Manejo de Información
Privilegiada*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

- Cuando la empresa Holding de un grupo anuncia sus utilidades antes que sus empresas filiales, si existe nueva información positiva e inesperada respecto a una filial, los precios de las acciones de la empresa filial reaccionan positivamente. Esto no ocurre si el anuncio de la matriz ocurre después de la publicación de la FECU por parte de la filial:

Excesos de Retornos de Filiales
Retornos Anormales Acumulados
Utilidades de Filial mayores a Utilidades Pasadas



Fernando Lefort
Escuela de Administración

*Estructura Societaria y
Manejo de Información
Privilegiada*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

Conclusiones

- Si bien la información en el mercado de capitales chileno es de peor calidad que en mercados desarrollados, los precios de los activos reaccionan consistentemente con la llegada de nueva información.
- El mercado chileno comprende la complejidad de la estructura societaria local.
- El manejo adecuado de la información privilegiada en los períodos en los que es más probable que se agudice la asimetría de información entre los ejecutivos y/o directores y el resto del mercado es crucial para fomentar el desarrollo del mercado de capitales. (¿A pesar de la alta concentración?)
- El concepto de información privilegiada y su manejo debe considerar íntegramente a todos los activos del conglomerado o grupo.
- Las sociedades Holding deberían publicar sus FECU después que las sociedades filiales



Fernando Lefort
Escuela de Administración

*Estructura Societaria y
Manejo de Información
Privilegiada*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA