



Información privilegiada y conflictos de interés: regulación y autorregulación

Juan Andrés Fontaine

Jornada de reflexión “Información privilegiada en Chile”

GE Chile, SVS, ICARE

Octubre, 2007

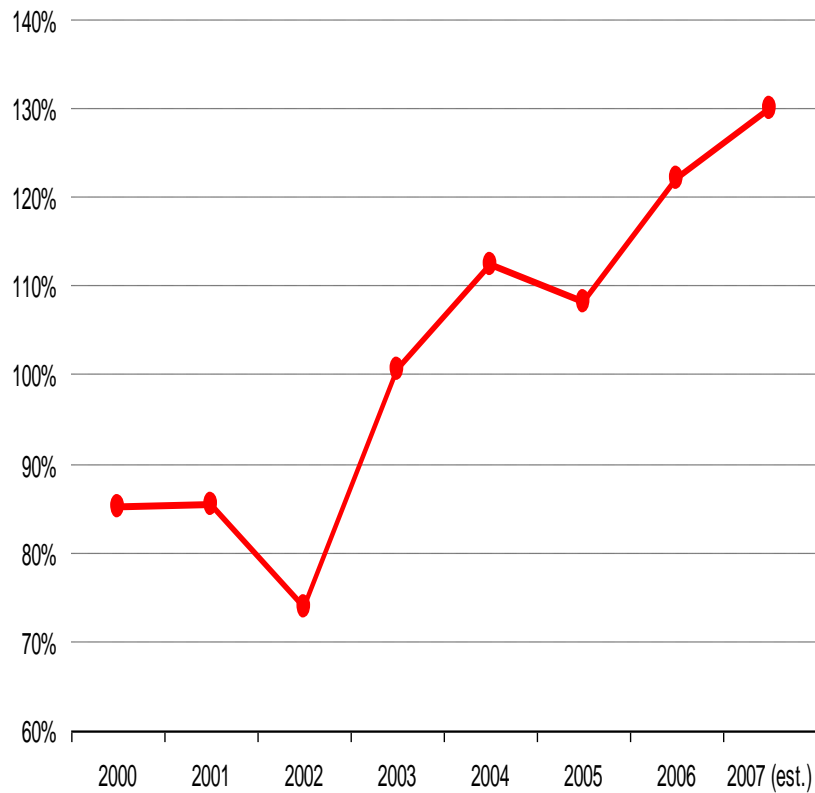
I. Desarrollo financiero y protección al inversionista

- El desafío de alcanzar el desarrollo exigirá a Chile más inversión y más productividad. En ello el mercado de capitales juega un rol crucial.
- En el mercado de capitales, el mercado bursátil es fundamental porque estimula la innovación y la eficiencia de las empresas.
- Chile ha hecho importantes avances en desarrollo bursátil. ▶
- Comparativamente, Chile tiene una alta capitalización bursátil y un bajo monto de transacciones, en relación al grado de desarrollo. ▶

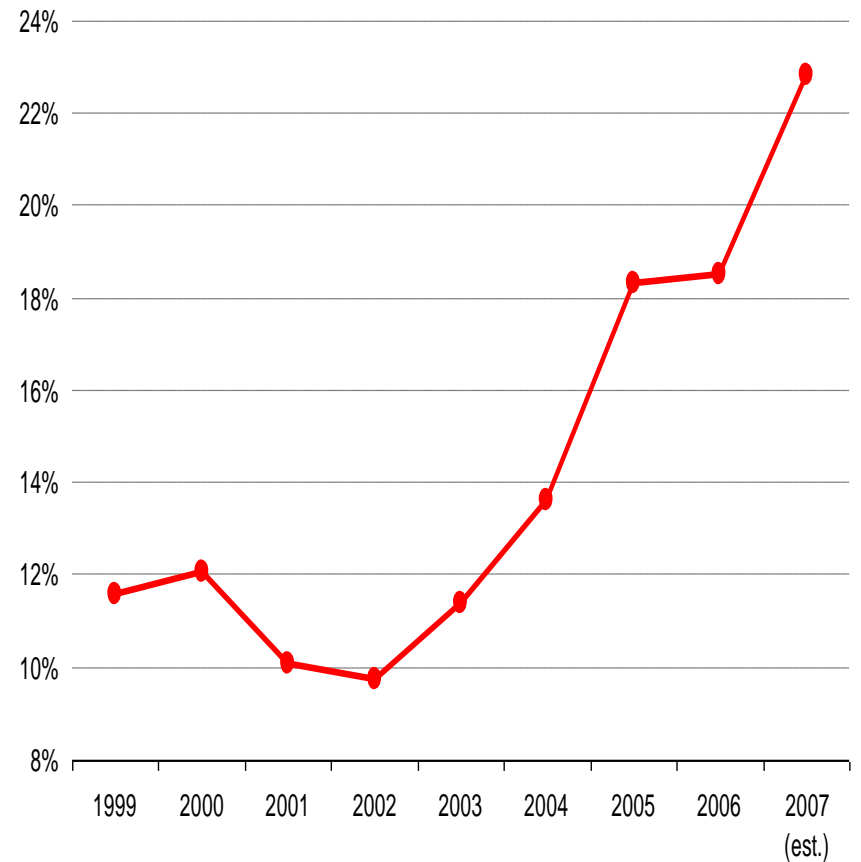


Chile: desarrollo bursátil reciente

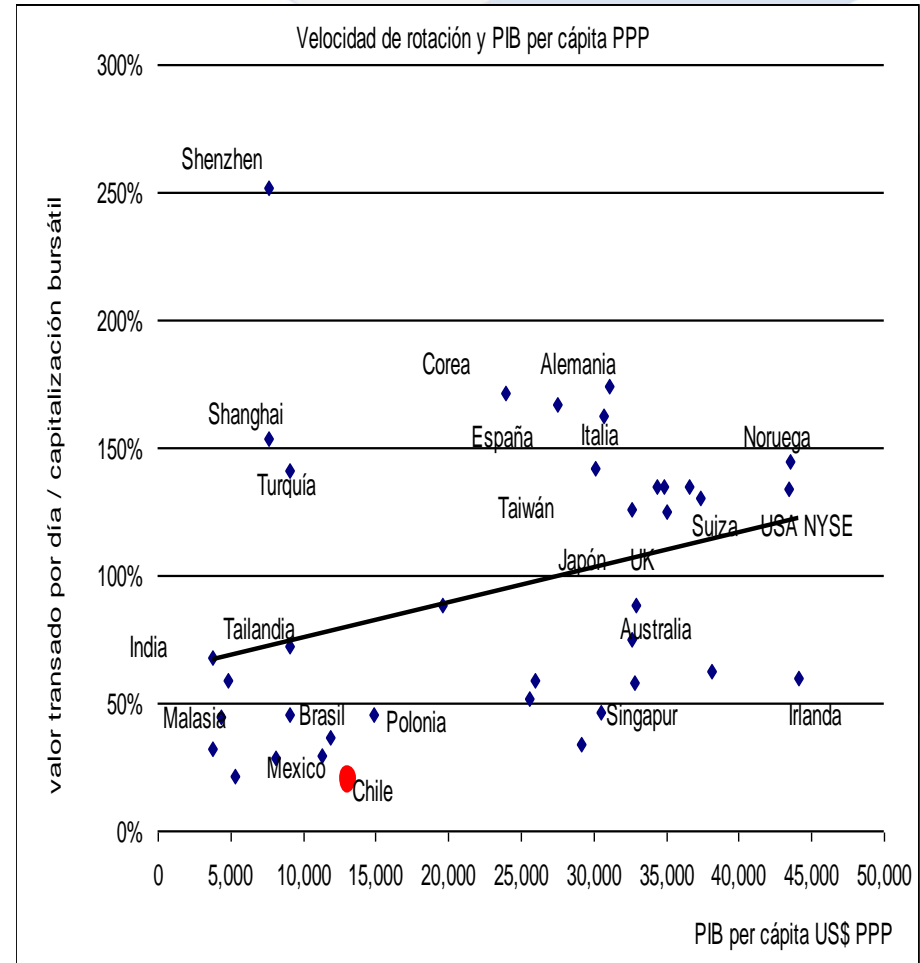
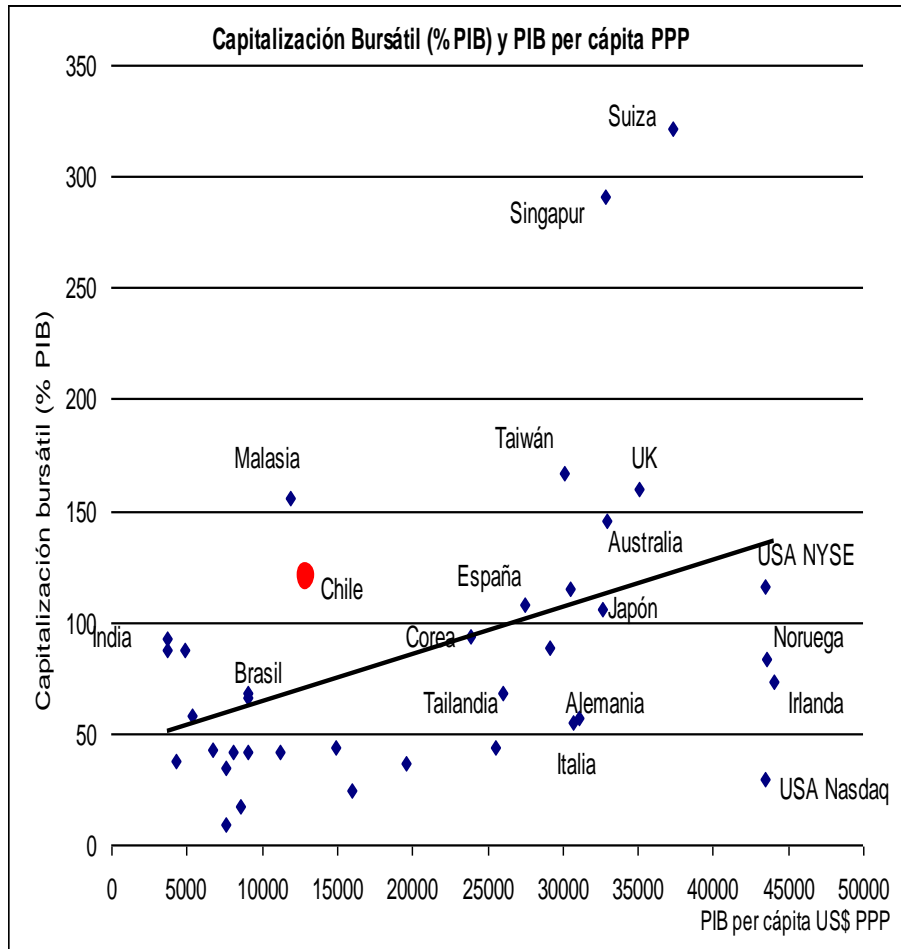
Capitalización Bursátil (% PIB)



Rotación mercado accionario



Desarrollo bursátil: indicadores comparados



I. Desarrollo financiero y protección al inversionista

- La autoridad ha subrayado la necesidad de fortalecer la protección al inversionista. Los resguardos contra el uso de información privilegiada son un caso particular de ello.
- La relación entre protección al inversionista y desarrollo bursátil es compleja: puede ayudar, pero hay riesgos de sobreprotección contraproducente.
- A nuestro modo de ver, el prisma para evaluar las normas de protección es si facilitan o no el desarrollo de los mercados.

II. Protección al Inversionista: ¿qué dice la evidencia?

- Hay varios estudios empíricos que sugieren que ciertas protecciones al inversionista favorecen el desarrollo bursátil:
 - Ayudan a una mayor valorización bursátil de las empresas (Bhattacharya y Daouk, 2002).
 - Ayudan a reducir la volatilidad de los precios de las acciones (Du y Wei, 2003) .
 - Estimulan una desconcentración de la propiedad de las empresas (La Porta et al, 1998).
 - Cuando promueven la transparencia, en lugar de controles y castigos, elevan los índices de desarrollo bursátil (La Porta et al, 2004).

II. Protección al Inversionista: ¿qué dice la evidencia?

- Por otra parte, hay casos conocidos de excesos regulatorios que inhiben el desarrollo bursátil:
 - El efecto de la ley Sarbanes-Oxley sobre la emigración de las transacciones bursátiles desde EEUU a Inglaterra.
- El interesante desarrollo del AIM, mercado bursátil alternativo inglés, para empresas medianas y con regulaciones livianas.
- Ello sugiere el camino para tratar la información privilegiada: promover la transmisión de información al mercado.

III: Chile ¿cómo estamos en protección al inversionista?

- Aunque hay visiones contrapuestas, no hay evidencias que el mercado chileno sea inseguro para el inversionista:
 - Altas cotizaciones sugieren una prima moderada por riesgo accionario (de 6.6 a dic de 2006, comparada con 7.9 en el promedio mundial, de acuerdo a RPU observadas)
 - Alto interés en participar en IPOs.
- Banco Mundial confirma grado aceptable de protección al inversionista bursátil en Chile (“Doing Business 2007”)

Protección al Inversionista 2007

Indices entre 0 y 10, valores más altos indican mayor protección al inversionista.

	Chile	Region	OECD
Disclosure Index	7.0	4.2	6.4
Director Liability Index	6.0	5.0	5.1
Shareholder Suits Index	5.0	6.0	6.5
Investor Protection Index	6.0	5.1	6.0

III: Chile ¿cómo estamos en protección al inversionista?

- De acuerdo a la evidencia internacional, Chile ostenta buena posición en “derechos de los inversionistas”, porque otorga las protecciones habituales en los mercados anglosajones (los más seguros) y, además el 30% del dividendo mínimo (La Porta et al, 1998)
- En cuanto al “insider trading”, un ranking en base al Global Competitiveness Report 1997-98, arroja lo siguiente (Du y Wei, 2003):

GCR Insider trading index

Indices entre 0 y 8, valores más altos indican mayor grado de insider trading

Chile	3.6
Emergentes	4.4
OECD	3.3
EEUU	2.6

III: Chile ¿cómo estamos en protección al inversionista?

- En los más variados países hay sospechas de “inside trading”:
 - Según el Financial Times, 49% de los anuncios de M&A son anteceditos de movimientos accionarios sospechosos en 100 casos del 2003. (7 de agosto de 2007)
 - Según el Financial Services Authority del Reino Unido, en 25% de los anuncios de M&A hay movimientos accionarios previos (21 de septiembre de 2007)
 - Una revisión de prensa revela denuncias semejantes en Brasil, Singapur, Suiza, Bahrein, Canadá etc.

IV. Más protección al inversionista

- El proyecto de ley de gobiernos corporativos contempla perfeccionamientos en materia de información privilegiada que parecen adecuados.
- Es apropiada la obligación de anunciar transacciones de directores y ejecutivos en el día. Incluso puede hacerse instantáneo.
- Es particularmente interesante el rol que se contempla para la autorregulación, induciendo a las empresas a establecer políticas de manejo de información privilegiada.
- Las bolsas contribuyen a la prevención del mal uso de información privilegiada de sus miembros. La Bolsa Electrónica está trabajando en un Código de Ética.

IV. Más protección al inversionista

- Las bolsas pueden contribuir exigiendo y verificando que los emisores de valores, efectivamente cumplan con medidas sensatas de resguardo de información privilegiada.
- Cabe considerar además que las bolsas recomienden y estimulen un mejor uso de los hechos esenciales:
 - Informar no sólo hechos, sino también efecto esperado sobre utilidades de decisiones adoptadas (ejemplo: provisiones por crisis subprime EEUU). Esto resta carácter noticioso a la FECU.
 - Precisar responsabilidades en cuanto a la convocación del directorio para aprobar hechos esenciales.
 - Desalentar el uso de los hechos esenciales reservados.

IV. Más protección al inversionista

- A fin de premiar la transparencia, la Bolsa Electrónica, va a poner a disposición del público (vía Internet), el comportamiento previo y posterior de las acciones, tras los principales anuncios de hechos esenciales.
- Bolsas han dado importante paso al crear respectivos Comités de Autorregulación con idénticos miembros. A futuro, la autorregulación debe ser abordada en conjunto por las bolsas.
- En el campo más amplio de la protección al inversionista, aprovecho para informar que la Bolsa Electrónica de Chile ha resuelto instituir el Defensor del Inversionista, para dirimir eventuales conflictos entre inversionistas y sus corredores.

En conclusión

- La preocupación de la autoridad por fortalecer la protección de inversionista es plenamente compartida por la Bolsa Electrónica.
- Son positivas las medidas propuestas pro autorregulación. La Bolsa Electrónica está trabajando en varias iniciativas tendientes a ello.
- Sin embargo, hay que evitar que una sobreprotección que desestimule el desarrollo bursátil. Son preocupantes las propuestas que inhiban a las empresas a abrirse a la bolsa. Por ejemplo, la iniciativa planteada de hacer obligatorio incluir directores independientes.
- En esta materia, el objetivo prioritario de la autoridad ha de ser promover el desarrollo del mercado bursátil en Chile.