



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Desafíos para los gobiernos societarios en Chile

Guillermo Larrain R.

Superintendente de Valores y Seguros

Santiago, 13 de marzo, 2008



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Ética y gobierno societario

- Ética, un objetivo loable y siempre necesario
 - Si hubiera código ético compartido, costos de transacción serían menores.
 - Si cumple el código, imperaría la confianza, la economía funcionaría dúctilmente. A pequeña escala, puede ser...
- A nivel nacional, ética no basta
 - No hay código compartido, difícil y costoso cumplimiento
→ costos de transacción
 - Solución: un elemento externo más allá de códigos éticos individuales que induce comportamientos aceptables por todos:
 - Ley vs norma
 - Calidad de la ley/norma vs su cumplimiento



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

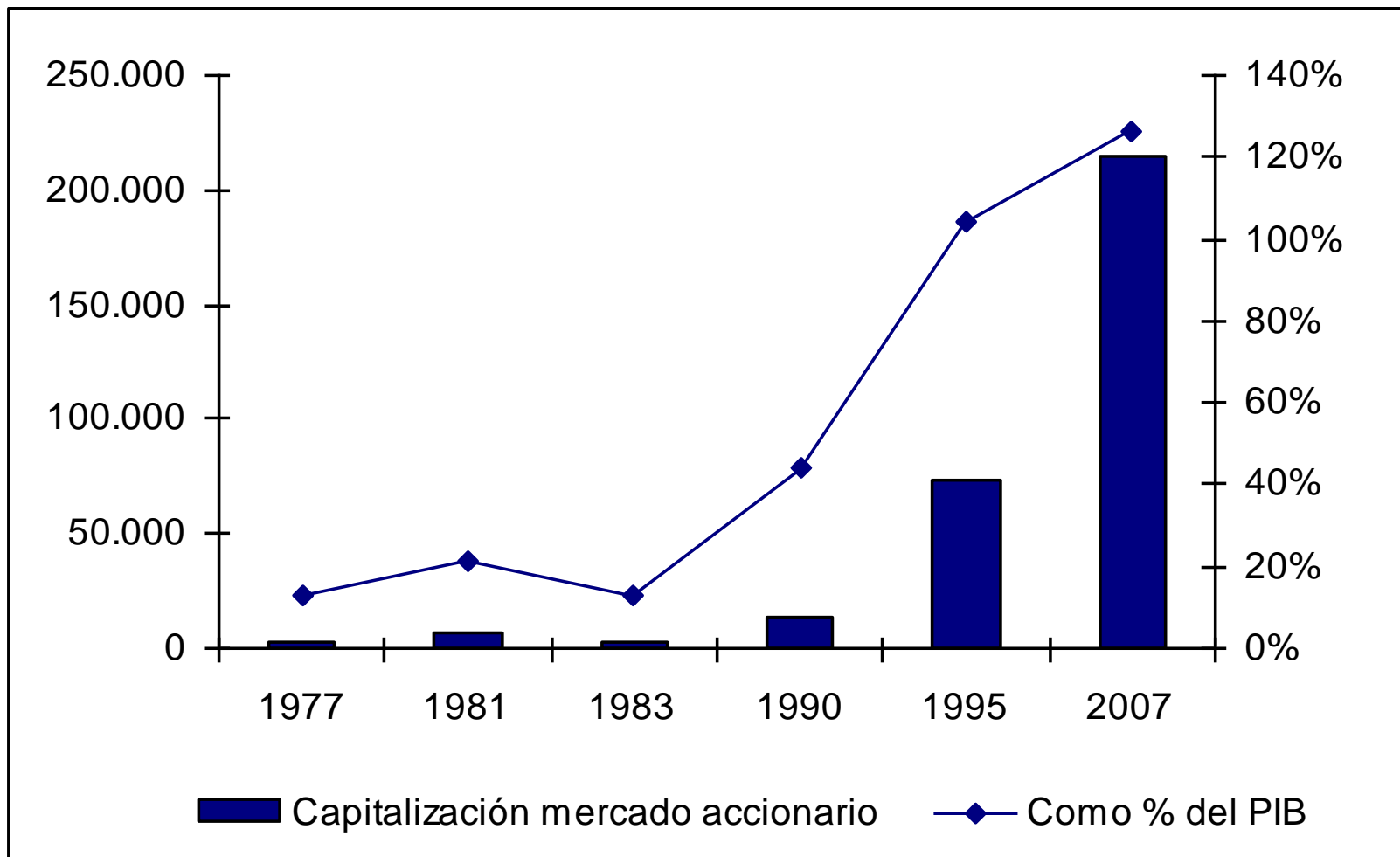
Problema: La referencia para las leyes financieras cambia

- Tres elementos hacen cambiar los parámetros contra los cuales evaluar si la legislación/normativa actual es o no adecuada:
 - Desarrollo
 - Complejidad del mercado
 - Integración internacional
- Mientras mayor el nivel de las variables anteriores, más suben los estándares que deben cumplir las leyes...
 - ...y más deben hacerse cumplir esas buenas leyes



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La necesidad de mejorar constantemente las leyes: desarrollo

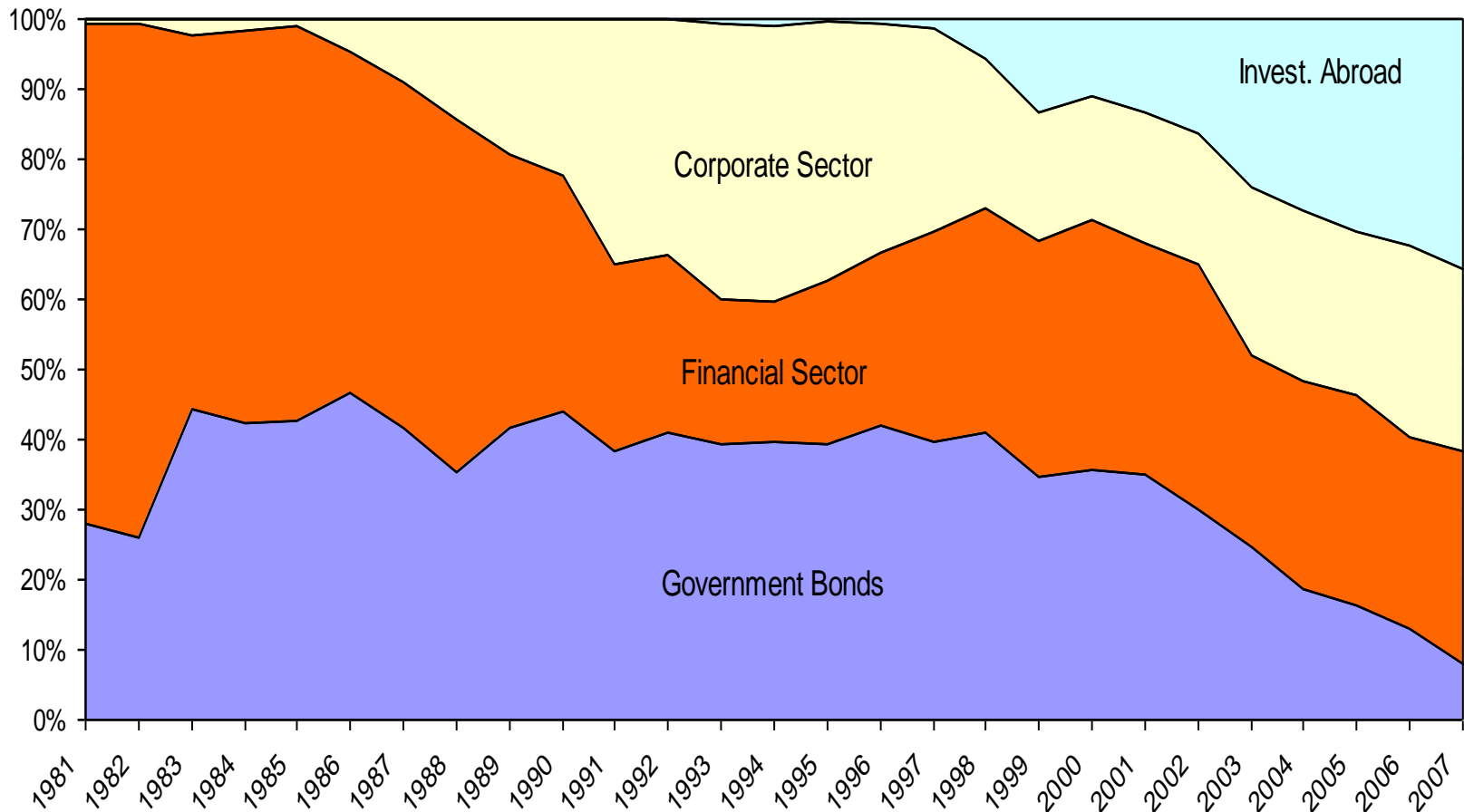




SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La necesidad de mejorar constantemente las leyes: complejidad

Cartera de las AFP

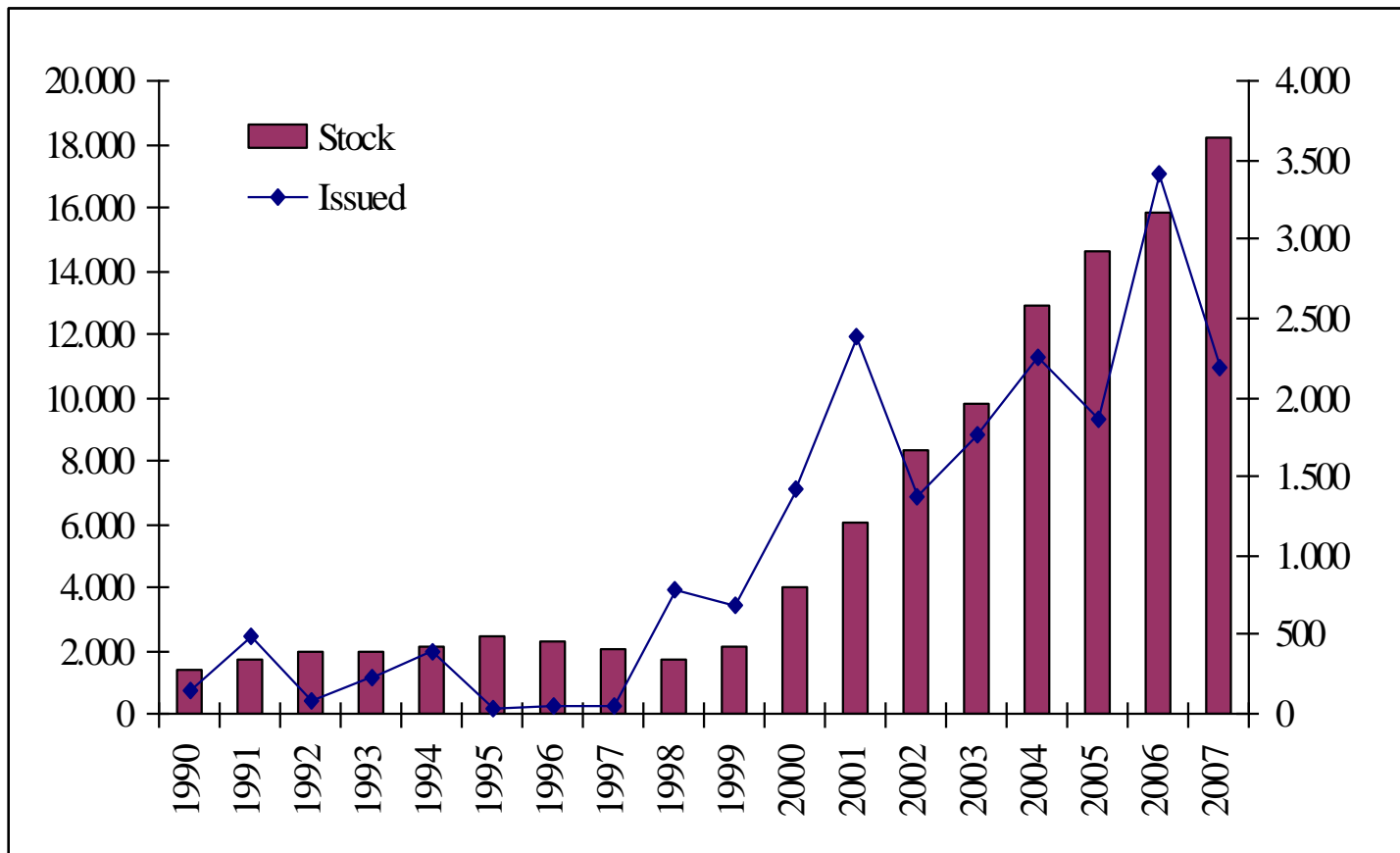




SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La necesidad de mejorar constantemente las leyes: complejidad

Corporate bonds issuance and stock
(US\$ million)

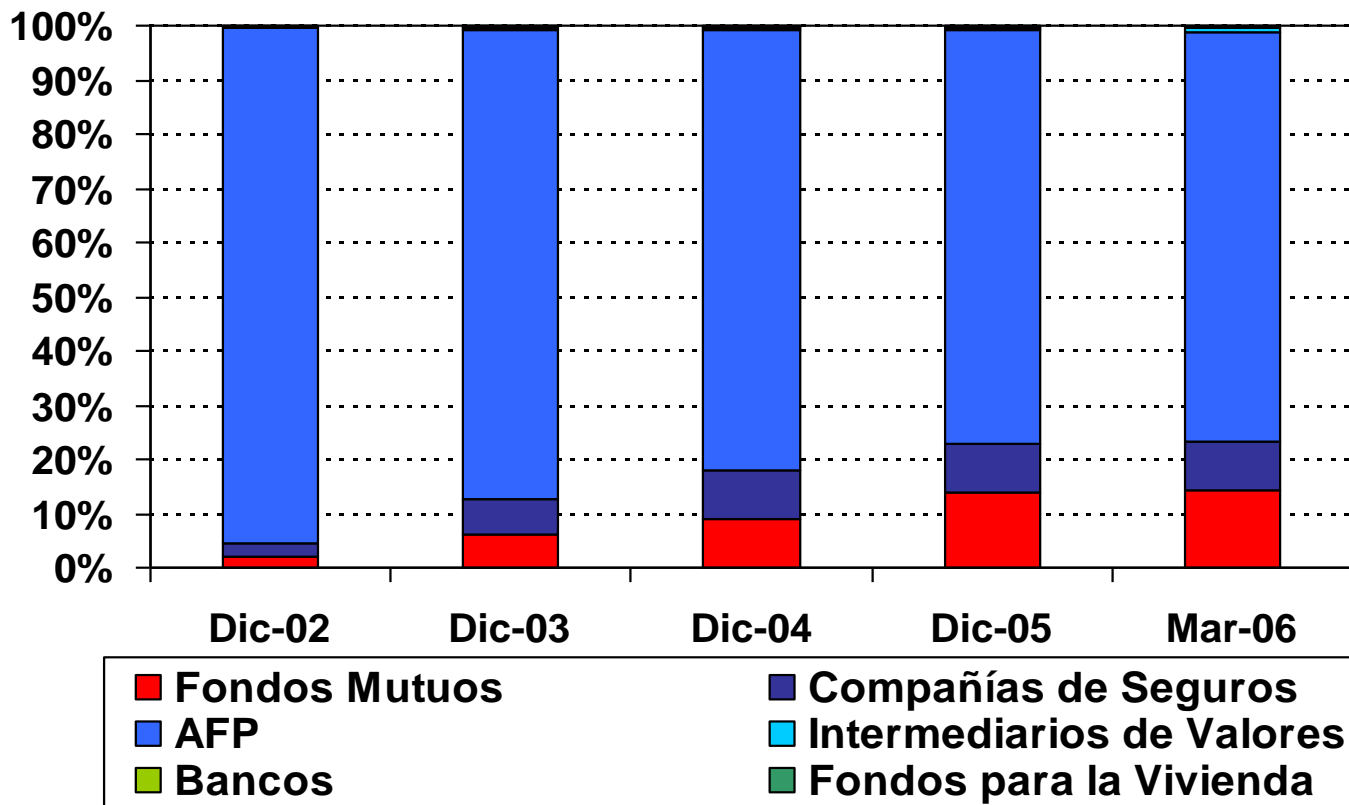




SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La necesidad de mejorar constantemente las leyes: complejidad

Participación relativa en la industria APV



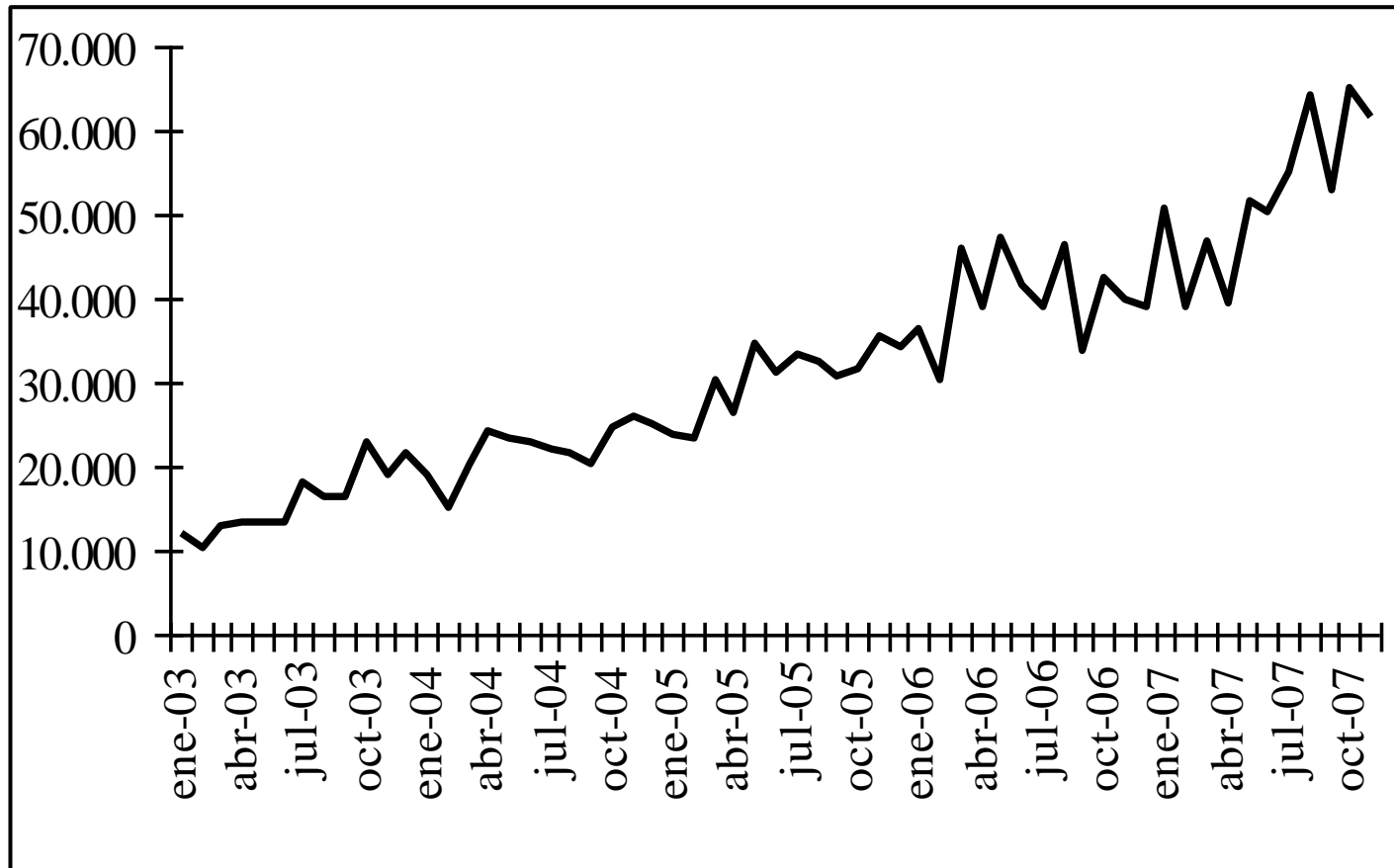
Fuente: Superintendencia de AFP, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y Superintendencia de Valores y Seguros



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La necesidad de mejorar constantemente las leyes: complejidad

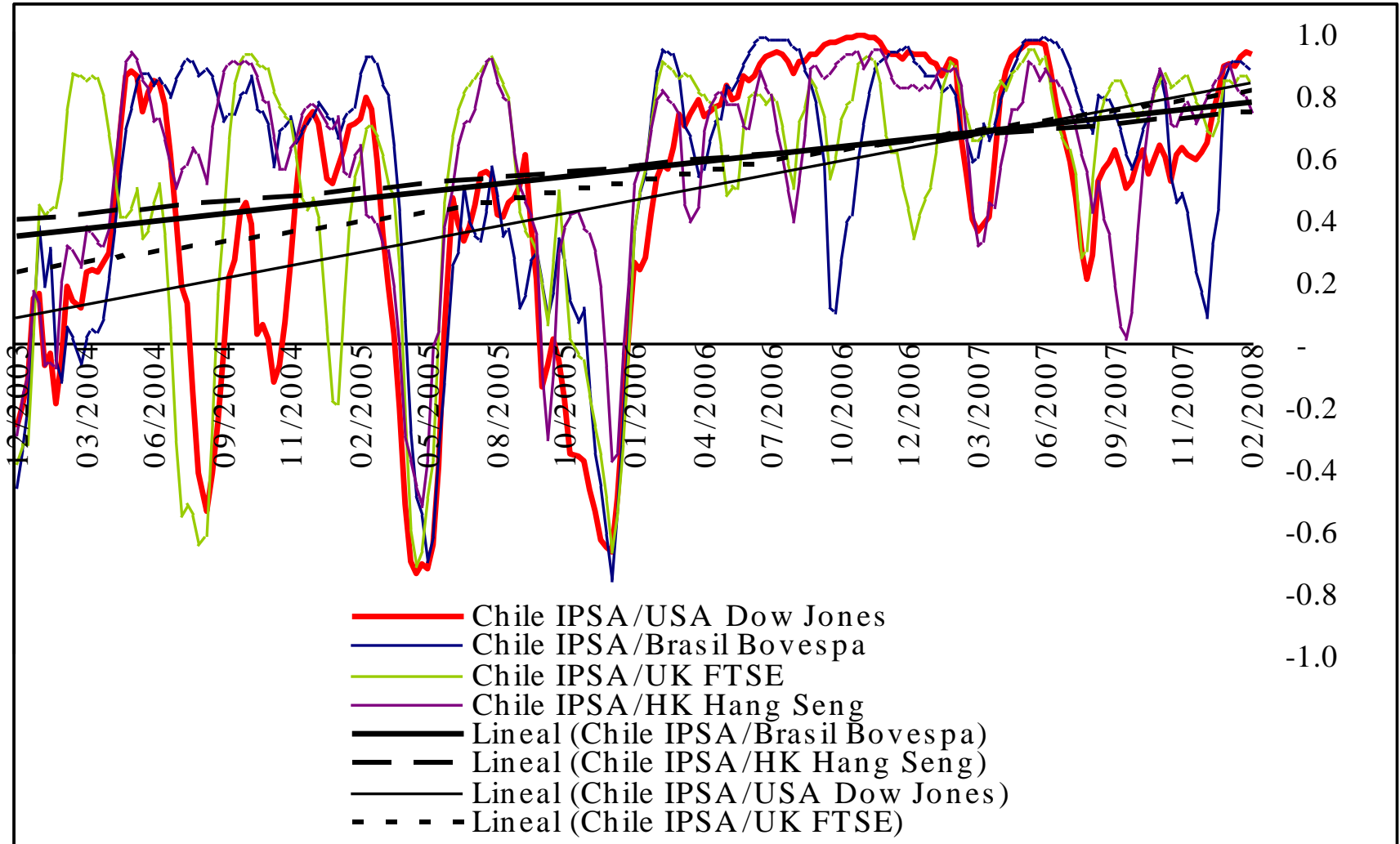
Monthly traded volume forward Ch\$/US operations
(in US\$ MM)





SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

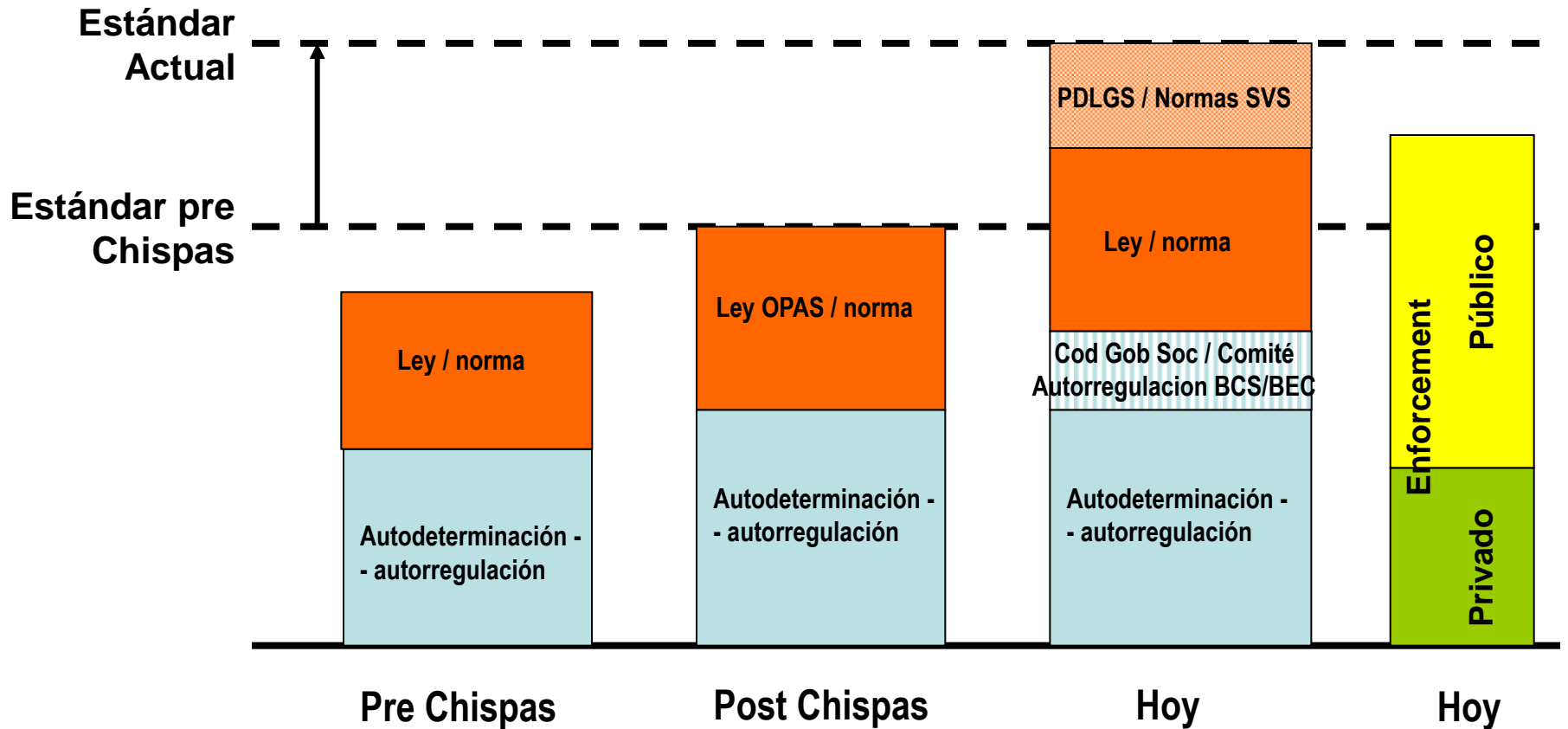
La necesidad de mejorar constantemente las leyes: integración





SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Implicancias: ejemplo Información privilegiada





SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Algunas anomalías de nuestro mercado

1. Ley/Norma

2. Calidad de la ley/cumplimiento ley

3. Tardanza de reacción de la autorregulación privada

4. Poco uso de IPO para financiar



Qué funciona en la regulación de valores? La visión de Shleifer et al

Table II
Indices of Regulation of Securities Markets

This table classifies countries by legal origin and shows the securities law variables for each country covering the areas of (1) disclosure requirements; (2) liability standards; (3) supervisor characteristics; (4) rule-making power of the supervisor; (5) investigative powers of the supervisor; (6) orders to issuers, distributors, and accountants; (7) criminal sanctions applicable to directors, distributors, and accountants; and (8) public enforcement. All variables are described in Table I.

Country	Symbol	Disclosure Requirements	Liability Standard	Supervisor Characteristics	Rule-Making Power	Investigative Powers	Orders	Criminal Sanctions	Public Enforcement
<i>English legal origin</i>									
Australia	AUS	0.75	0.66	0.67	1.00	1.00	1.00	0.83	0.90
Canada	CAN	0.92	1.00	0.67	0.50	1.00	1.00	0.83	0.80
Hong Kong	HKG	0.92	0.66	0.33	1.00	1.00	1.00	1.00	0.87
India	IND	0.92	0.66	0.33	0.50	1.00	0.67	0.83	0.67
Ireland	IRL	0.67	0.44	0.00	1.00	0.00	0.00	0.83	0.37
Israel	ISR	0.67	0.66	0.67	0.00	1.00	1.00	0.50	0.63
Kenya	KEN	0.50	0.44	0.33	1.00	0.50	1.00	0.67	0.70
Malaysia	MYS	0.92	0.66	0.33	0.50	1.00	1.00	1.00	0.77
New Zealand	NZL	0.67	0.44	0.33	0.00	1.00	0.00	0.33	0.33
Nigeria	NGA	0.67	0.39	0.67	0.50	0.00	0.00	0.50	0.33
Pakistan	PAK	0.58	0.39	0.67	1.00	1.00	0.17	0.08	0.58
Singapore	SGP	1.00	0.66	0.33	1.00	1.00	1.00	1.00	0.87
South Africa	ZAF	0.83	0.66	0.33	0.00	0.50	0.00	0.42	0.25
Sri Lanka	LKA	0.75	0.39	0.33	1.00	0.50	0.00	0.33	0.43
Thailand	THA	0.92	0.22	0.67	1.00	1.00	0.33	0.58	0.72
USA	USA	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.50	0.90
United Kingdom	GBR	0.83	0.66	0.00	1.00	1.00	1.00	0.42	0.68
Zimbabwe	ZWE	0.50	0.44	1.00	0.00	0.00	0.08	1.00	0.42
Mean		0.78	0.58	0.48	0.67	0.75	0.57	0.65	0.62
<i>French legal origin</i>									
Argentina	ARG	0.50	0.22	0.67	1.00	1.00	0.08	0.17	0.58
Belgium	BEL	0.42	0.44	0.00	0.00	0.25	0.00	0.50	0.15
Brazil	BRA	0.25	0.33	0.33	1.00	0.50	0.75	0.33	0.58
Chile	CHL	0.58	0.33	0.33	1.00	0.75	0.42	0.50	0.60
Colombia	COL	0.42	0.11	0.33	1.00	0.75	0.33	0.50	0.58
Ecuador	ECU	0.00	0.11	1.00	1.00	0.25	0.08	0.42	0.55
Egypt	EGY	0.50	0.22	0.67	0.00	0.25	0.17	0.42	0.30
France	FRA	0.75	0.22	1.00	0.50	1.00	1.00	0.33	0.77
Greece	GRC	0.33	0.50	0.67	0.00	0.25	0.17	0.50	0.32
Indonesia	IDN	0.50	0.66	0.33	1.00	1.00	0.25	0.50	0.62

What Works in Securities Laws?

(continued)



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Cumplimiento (enforcement) de la ley

El índice de Shleifer et al se construye así:

1. Características del supervisor:
 - Independencia del poder ejecutivo en nombramiento de autoridades
 - Regulación especializada (SVS, SBIF, SAFP)

2. Facultad normativa del Supervisor:
 - Regulación en base a Normas más que Leyes
 - No requiere normas de otras instituciones



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Cumplimiento (enforcement) de la ley

3. Facultades de investigación:
 - Solicitud de documentación
 - Testimonio de personas involucradas

4. Facultad para imponer sanciones:
 - Exigir o prohibir acciones concretas
 - Imponer multas o compensaciones

5. Demandas por violación de la ley



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

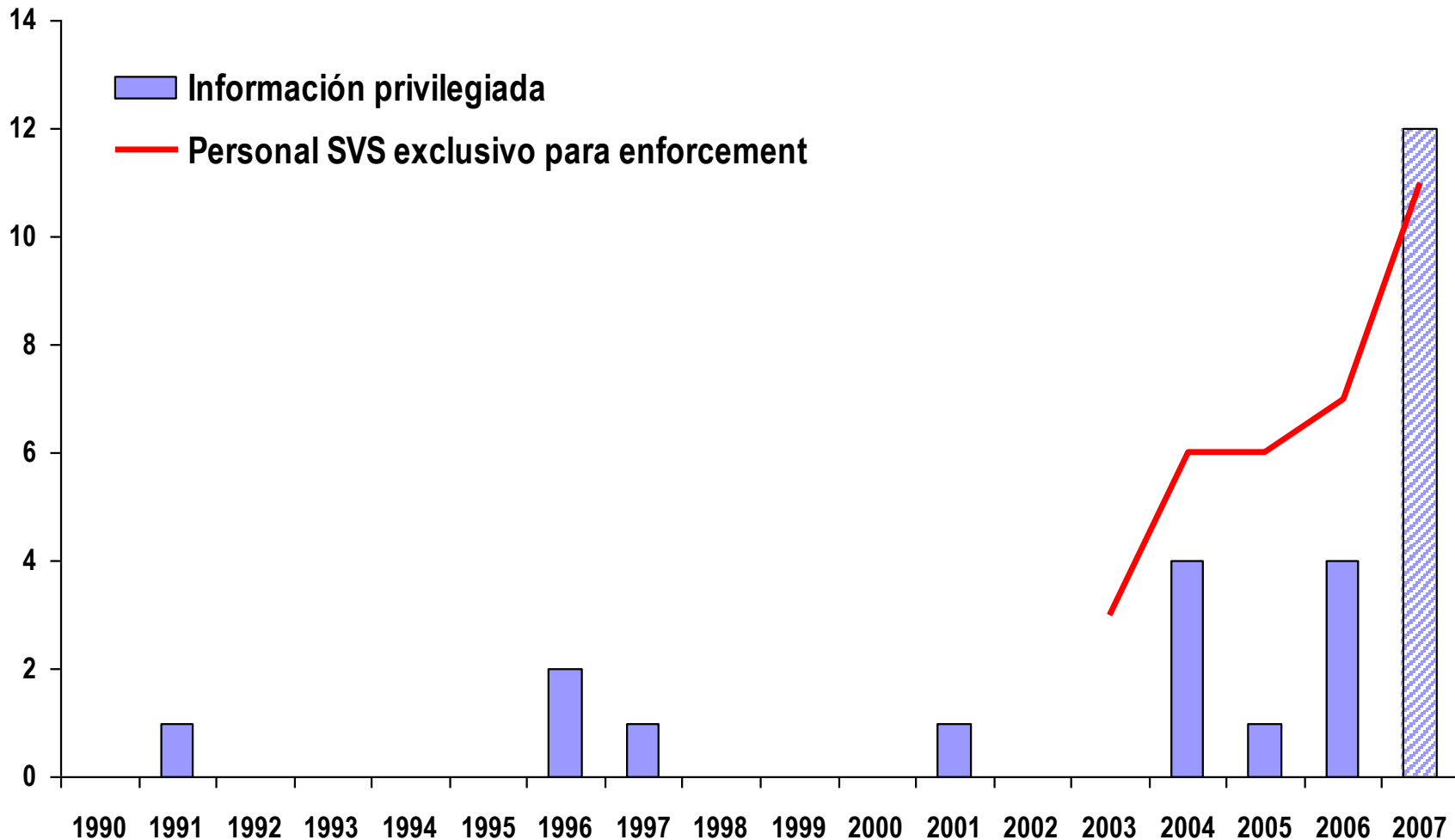
¿Para qué mayor Enforcement?

- Gobiernos corporativos están por debajo de estándar requerido por el mercado
- Dicho estándar es endógeno y dinámico: en la medida que el mercado se profundiza e internacionaliza, el estándar es cada vez más alto
- Los cambios legislativos pretenden reducir la brecha entre gobierno corporativo y estándar de mercado
- El enforcement busca eliminar “efectivamente” dicha brecha



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En Chile el enforcement es fenómeno reciente, se puede mejorar





El enforcement parece explicar bien market/cap y IPOs

Table III—Continued

	Market Capitalization	Number of Firms	IPOs	Block Premia	Access to Equity	Ownership Concentration	Trading
Panel B: Liability Standards							
Liability standards	0.4481 ^a (0.1289)	0.7522 ^c (0.4245)	3.7150 ^a (1.3750)	-0.1302 ^c (0.0673)	1.4655 ^a (0.4755)	-0.1104 (0.0699)	90.3188 ^a (31.4726)
Anti-director rights	0.0515 (0.0330)	0.1474 (0.0883)	0.2049 (0.3216)	-0.0276 ^b (0.0133)	-0.0545 (0.0823)	-0.0277 ^b (0.0125)	1.9140 (5.3484)
Ln GDP per capita	0.0878 ^a (0.0240)	0.2665 ^b (0.1089)	1.0733 ^a (0.2370)	-0.0121 (0.0219)	0.1534 (0.1082)	-0.0268 ^c (0.0150)	18.5645 ^a (6.0737)
Efficiency of the judiciary	0.0457 ^b (0.0226)	0.2439 ^a (0.0768)	-0.0275 (0.2031)	-0.0040 (0.0126)	0.1916 ^a (0.0663)	-0.0095 (0.0106)	-2.9061 (5.0634)
Constant	-1.0818 ^a (0.2026)	-2.4459 ^a (0.7360)	-8.5704 ^a (1.7468)	0.3950 ^b (0.1647)	1.7065 ^b (0.8231)	0.9152 ^a (0.1000)	-138.5010 ^a (35.2721)
Observations	49	49	49	37	44	49	49
Adjusted R ²	51%	67%	36%	22%	50%	31%	27%
Panel C: Public Enforcement							
Public enforcement	0.3446 ^c (0.1990)	0.6422 (0.4813)	3.7220 ^b (1.5531)	-0.0087 (0.0651)	0.0069 (0.5736)	0.0560 (0.0940)	39.5648 (30.0063)
Anti-director rights	0.0711 ^b (0.0347)	0.1761 ^b (0.0861)	0.3098 (0.2434)	-0.0414 ^a (0.0148)	0.0895 (0.1056)	-0.0420 ^a (0.0121)	7.8568 (4.7260)
Ln GDP per capita	0.1041 ^a (0.0218)	0.2949 ^a (0.1052)	1.2210 ^a (0.2687)	-0.0133 (0.0216)	0.1835 (0.1222)	-0.0289 ^c (0.0153)	21.4326 ^a (7.0790)
Efficiency of the judiciary	0.0518 ^b (0.0236)	0.2551 ^a (0.0750)	0.0355 (0.2168)	-0.0041 (0.0120)	0.1916 ^b (0.0740)	-0.0090 (0.0112)	-2.0959 (5.4241)
Constant	-1.2999 ^a (0.2169)	-2.8470 ^a (0.7578)	-10.8554 ^a (2.0799)	0.3898 ^b (0.1791)	1.7103 ^c (0.9944)	0.8912 ^a (0.1173)	-165.9368 ^a (40.4056)
Observations	49	49	49	37	44	49	49
Adjusted R ²	48%	66%	34%	15%	38%	29%	18%

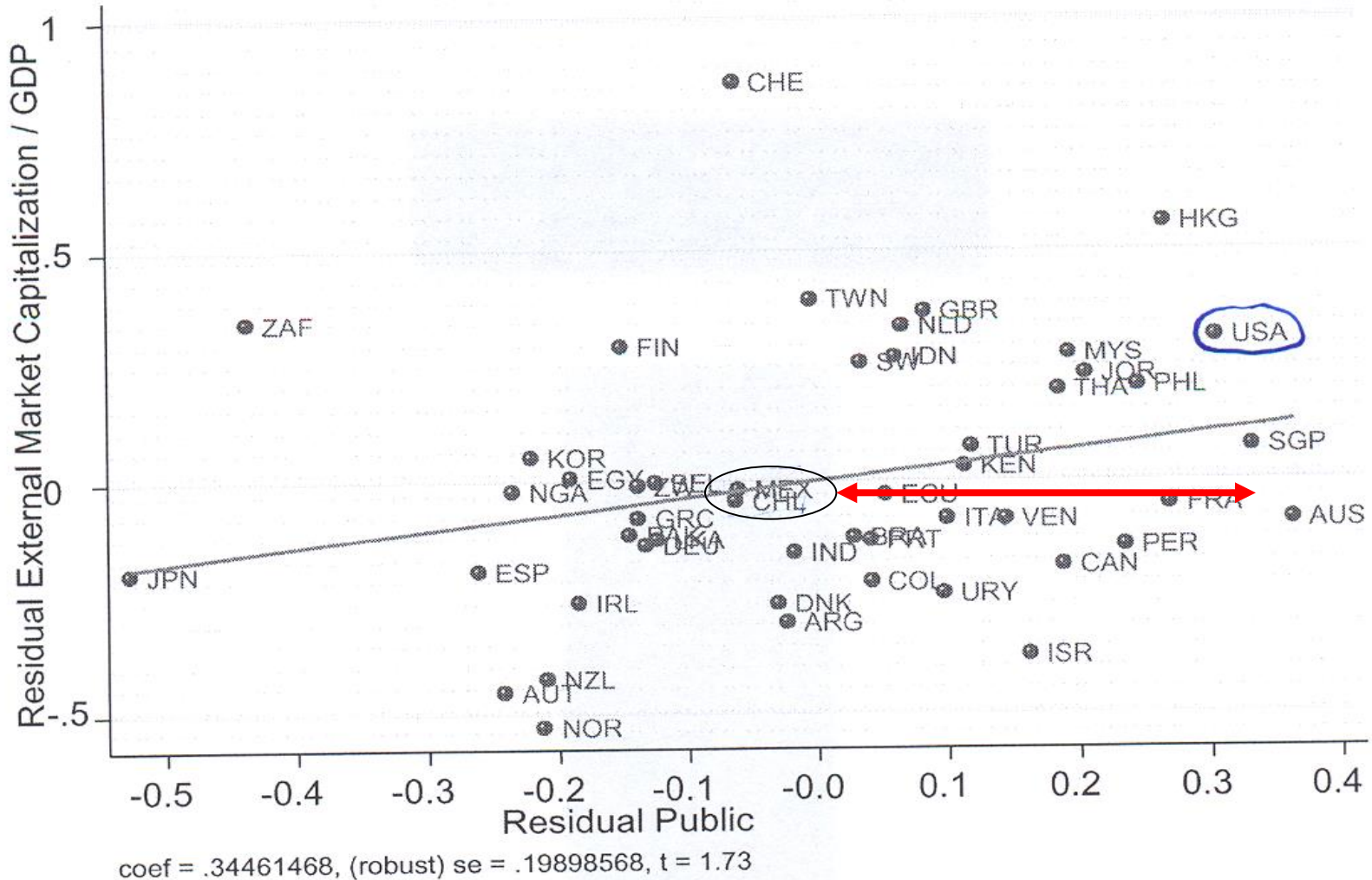
^asignificant at 1%; ^bsignificant at 5%; and ^csignificant at 10%.



Ejercicio del atajo: qué pasaría si Chile se convierte en EE.UU

22

The Journal of Finance





SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Estimación simple de beneficios del Enforcement

1. Capitalización de Mercado y IPOs responden positiva y significativamente a mayor nivel de Enforcement
2. Pasar desde el nivel de Chile al de USA (cerca de 3 desviaciones estándar de acuerdo a la regresión anterior), implicaría aumentar en aproximadamente 0.20 puntos la razón Capitalización de Mercado/PIB y en 2.2 empresas la razón IPOs/PIB



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Reduciendo la brecha...

- Recientes cambios normativos de la SVS que contribuyen a llenar el espacio que hay entre los estándares cada vez más altos del mercado y la ley.
- Contenidos analizados técnicamente con el sector privado en una inédita jornada de reflexión sobre manejo de información privilegiada entre SVS, ICARE y Centro para el Gobierno de la Empresa.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Reduciendo la brecha

■ **NCG N°210**

- Faculta a directorios poder delegar en el gerente general la facultad de calificar y enviar los Hechos Esenciales (hace más expedito el proceso)
- Incorpora la figura de “Información de Interés” que deberán proporcionar las sociedades.

• **NCG N° 211**

- Sociedades deberán adoptar e informar sus políticas de información a través de un “Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado” que cada entidad deberá publicar en su página Web.
- De esta forma, serán las propias compañías las que deberán fijar sus parámetros, y será el mercado el que evaluará qué tan exigentes son éstos y, en base a ese análisis, aplicará los premios o castigos según corresponda.

• **Circular N° 1.863**

Dispone que los hechos esenciales, con información de carácter de pública o reservada, debe ser enviada electrónicamente a la SVS.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Modernización regulatoria

■ Circular N° 1.862

Reemplaza a la circular N° 619, y amplía las alternativas de inversión para la administración de carteras de terceros que realizan los corredores de bolsa a otros instrumentos tales como valores extranjeros; facturas, y títulos representativos de productos, contratos y facturas.

La circular dispone que el intermediario de valores deberá explicitar a sus clientes los posibles conflictos de interés que pueda tener dicho corredor con las entidades a través de las cuales se concretan las operaciones, sus contrapartes, distribución de activos, o los emisores o valores objeto de inversión.

El corredor deberá contar con políticas, procedimientos y controles formales, que le permitan efectuar una adecuada gestión de los riesgos.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Y también la SVS se puso a tono

- La SVS emitió una circular interna que se publicó en el sitio web sobre manejo de información reservada entre sus funcionarios, aún cuando no se tenga de su parte registro de mal uso de información.
- El reglamento establece una serie de medidas restrictiva las cuales además se hacen extensivas a las sociedades ligadas a los funcionarios, sus familiares y cercanos.
- Entre las exigencias, adicionales a los que establece la ley, destacan:
 - ✓ El deber de reserva sobre la información que no tenga carácter pública en sus relaciones con terceros;



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Y también la SVS se puso a tono

- ✓ Nuevas políticas de administración de riesgo en materia de información privilegiada y finalmente, un procedimiento interno para adquisición y enajenación de ciertos valores de oferta pública, acorde con los lineamientos de entidades reguladoras con altos estándares a nivel internacional.
- ✓ La Superintendencia se adelantó al plazo impuesto a las empresas para que dicten su propio reglamento que vence en junio.
 - ✓ **... y mejoró los estándares de manejo de información reservada**



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Nueva metodología para enviar y manejar Hechos Reservados



Pantalla que permite encriptar el hecho reservado que luego será enviado por SEIL.

Se selecciona el documento y se presiona el botón "Encriptar".


Se utiliza criptografía de llave pública.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Nueva metodología para enviar y manejar Hechos Reservados

Hechos Reservados



Recepción de Hechos Reservados

Mercado : Valores Seguros y Otros
Nombre Usuario : Guillermo Larraín Ríos
Cargo Usuario : Superintendente de Valores y Seguros

N° Documento	Mercado	RUT Sociedad	Nombre Sociedad	Fecha Envío	Relacionado con	Asignado
000000000012	Valores	99.999.999-9	XXXXXXXXXXXXXXXX	10/03/2008 12:00		Usuario 1
000000000013	Seguros	88.888.888-8	XXXXXXXXXXXXXXXX	05/03/2008 13:50		Usuario 2
						Usuario 3
						Usuario 4
						Usuario 5

Ver Documento Grabar Actualizar Salir

Pantalla que permite descryptar, visualizar y asignar un Hecho Reservado.

Solamente pueden acceder las personas que tengan el certificado respectivo.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Desafíos para los gobiernos societarios en Chile

Guillermo Larrain R.

Superintendente de Valores y Seguros

Santiago, 13 de marzo, 2008