



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)**

1996 Ley DCV

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

1980 Ley Orgánica SVS

1980 Reforma Previsional DL 3500

1994 Ley Moderniza M^o Valores



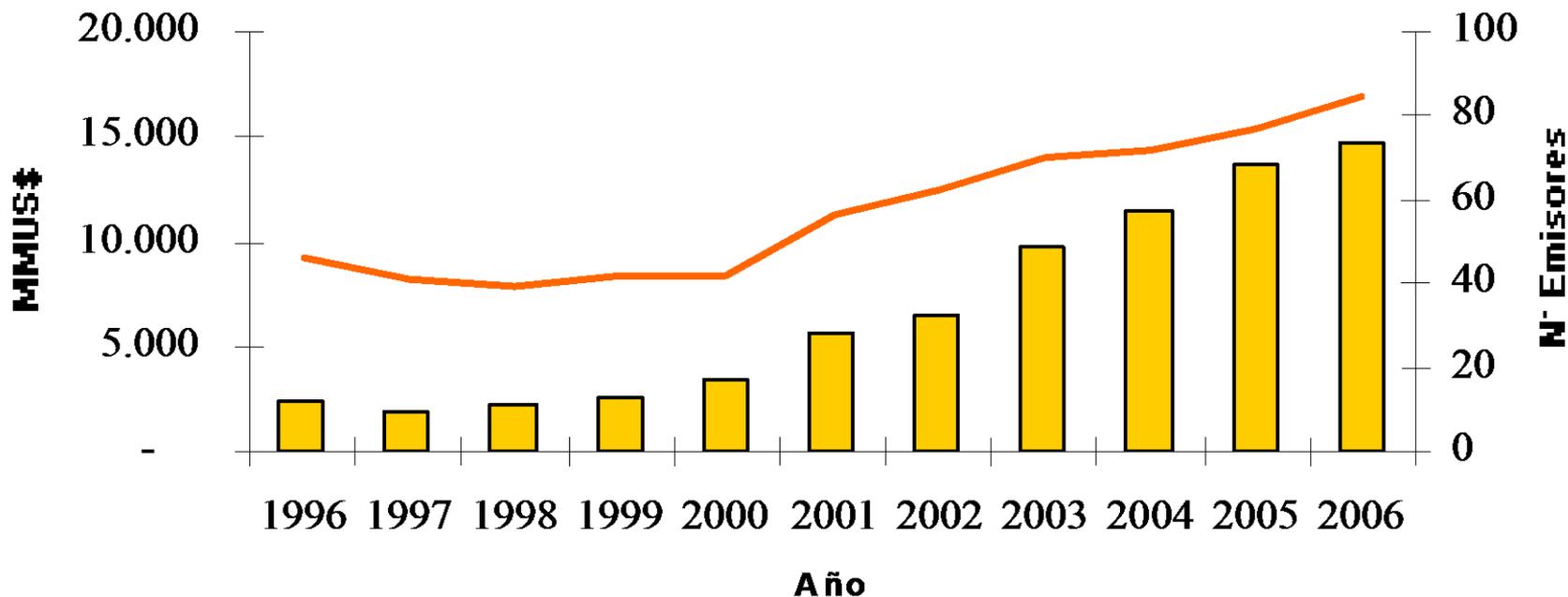
Perspectiva

- 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



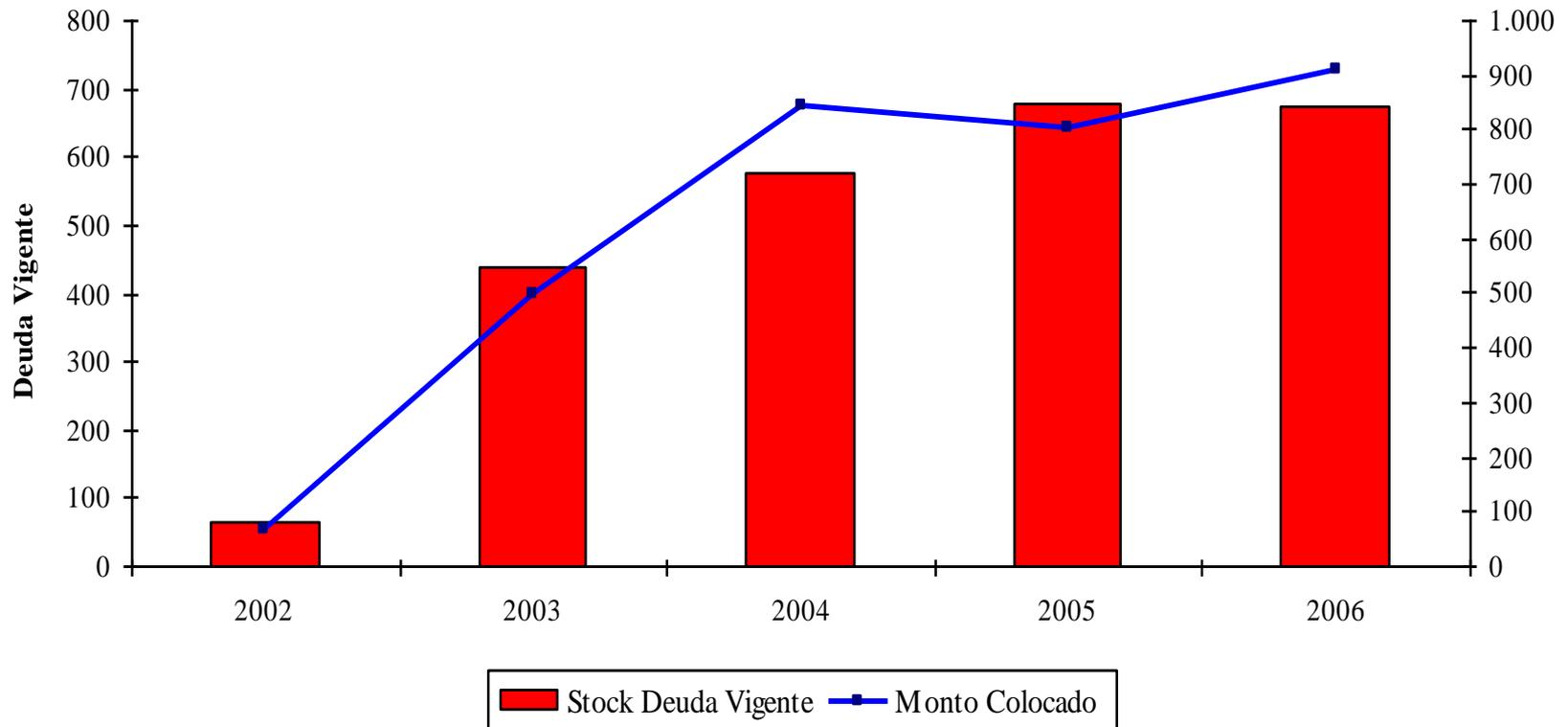
 Stock bonos corporativos US\$ MM

 Número de emisores bonos



Un mercado con más instrumentos más significativos

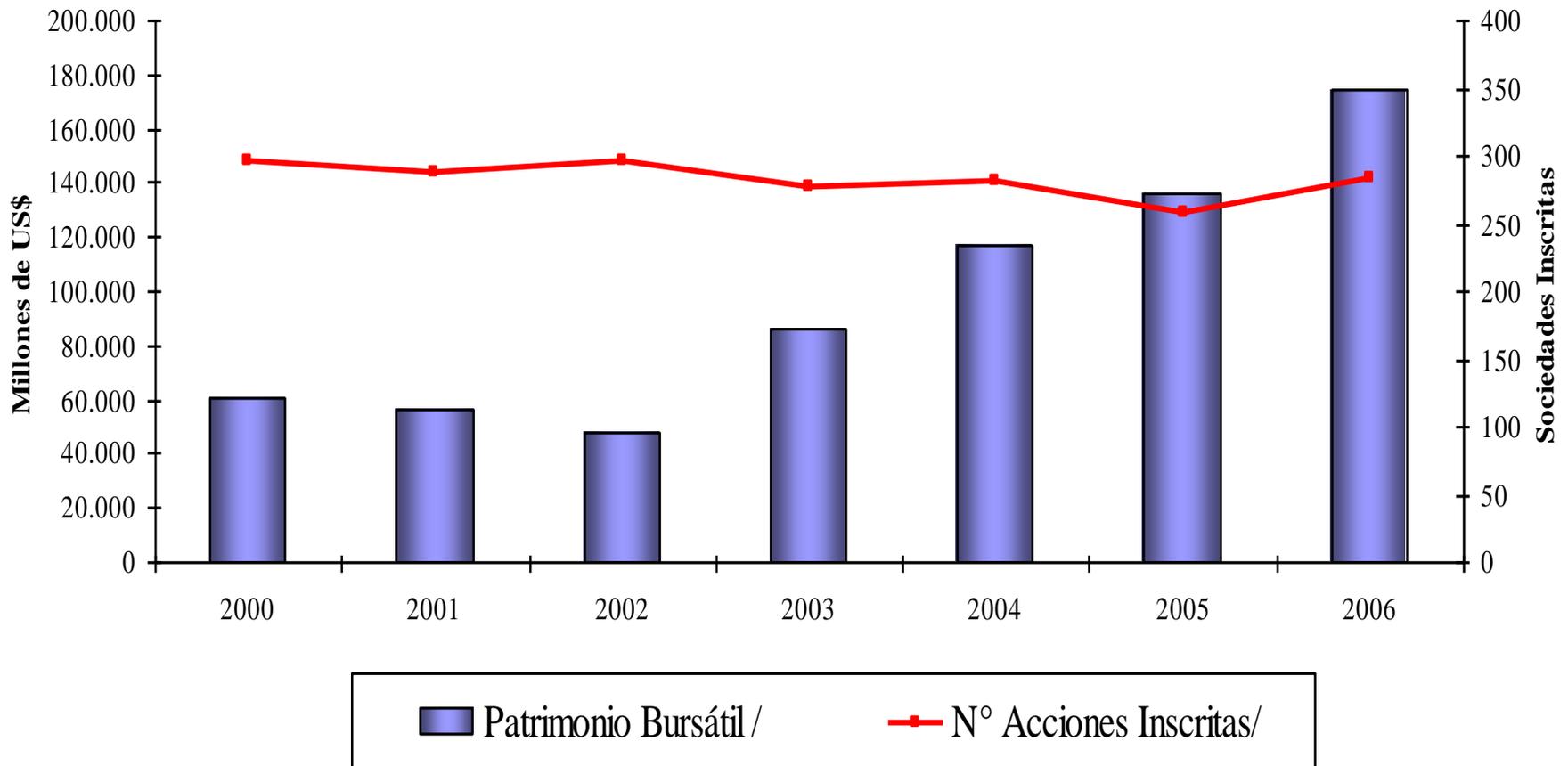
Deuda vigente y montos colocados en efectos de comercio
(MILLONES US\$)





Un desarrollo bursátil prometedor, profundidad

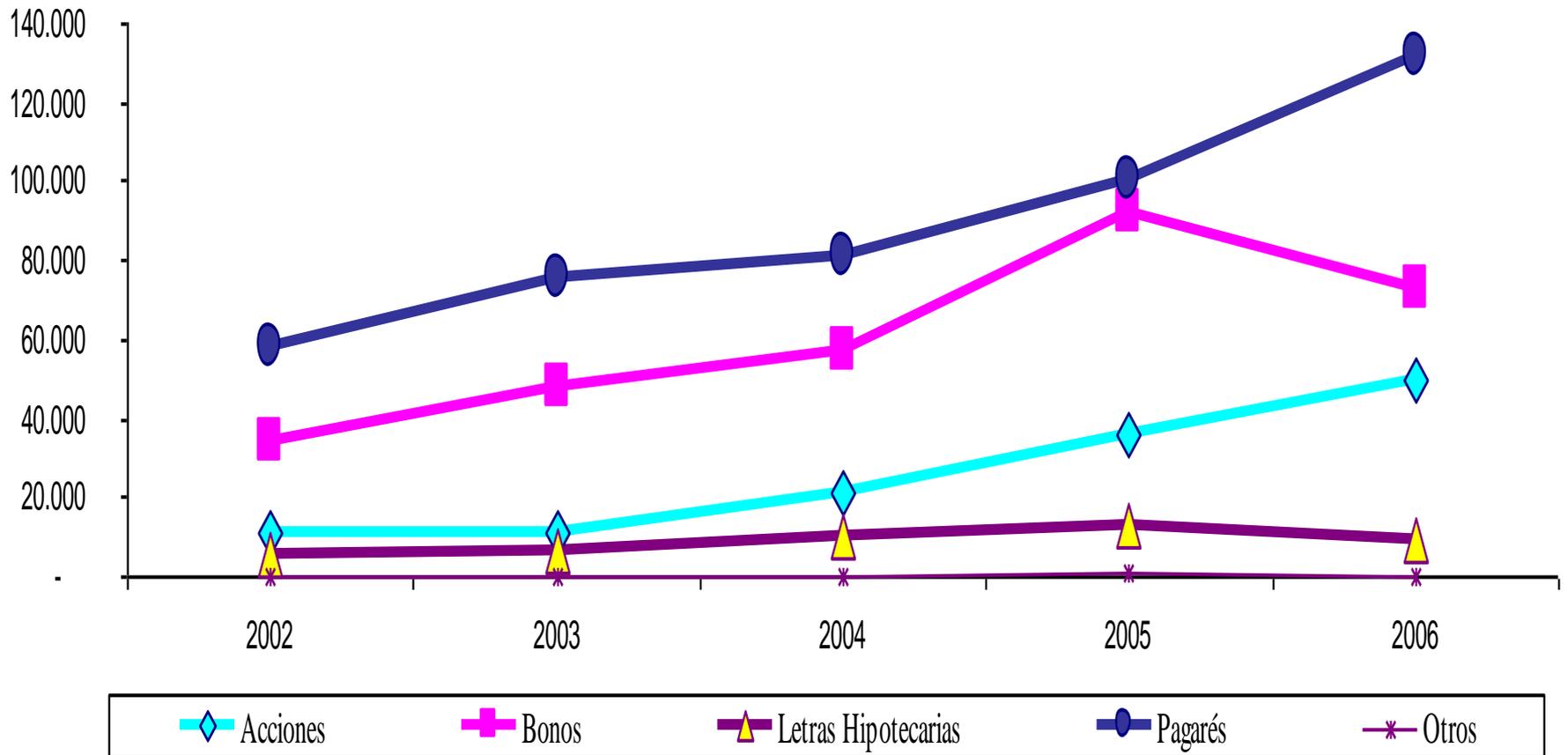
Patrimonio Bursátil y Sociedades Inscritas





Un desarrollo bursátil prometedor, liquidez

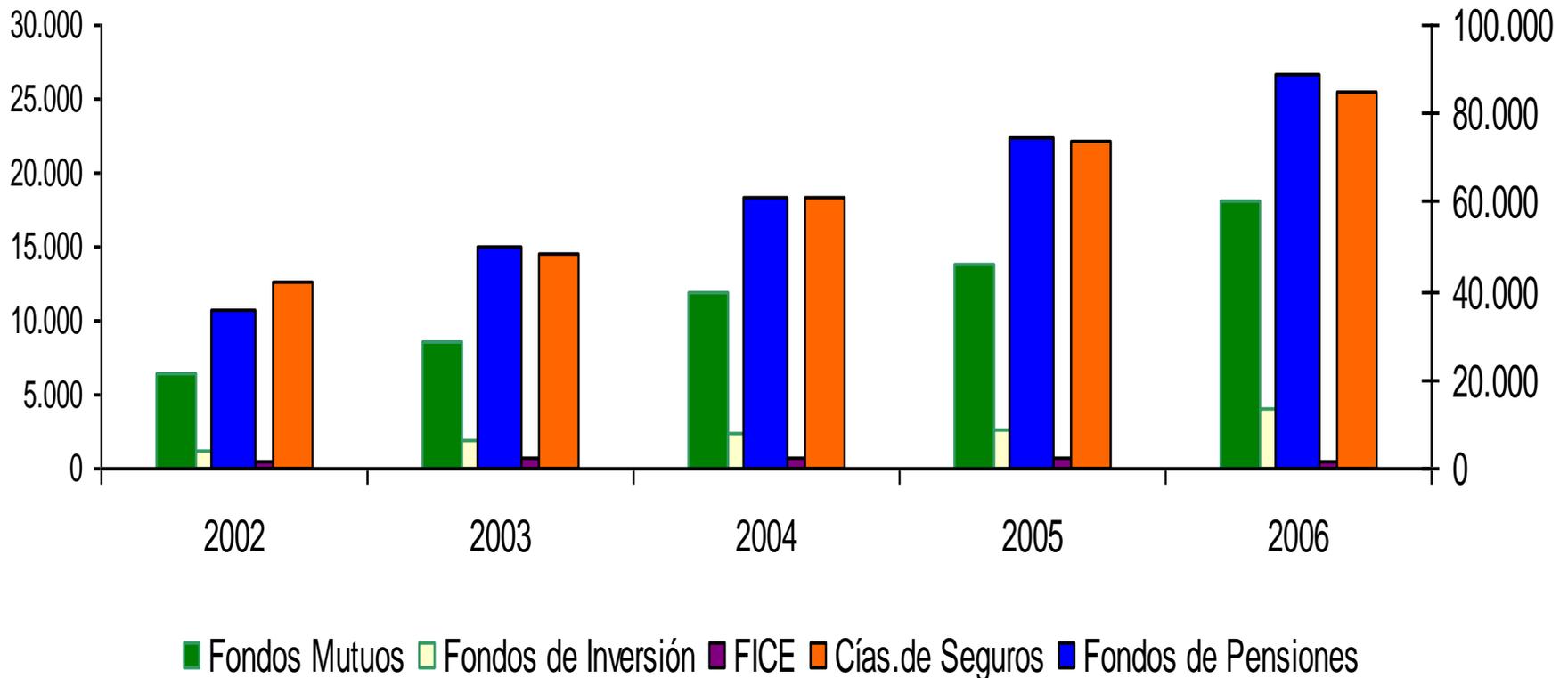
Montos Transados (millones de US\$)





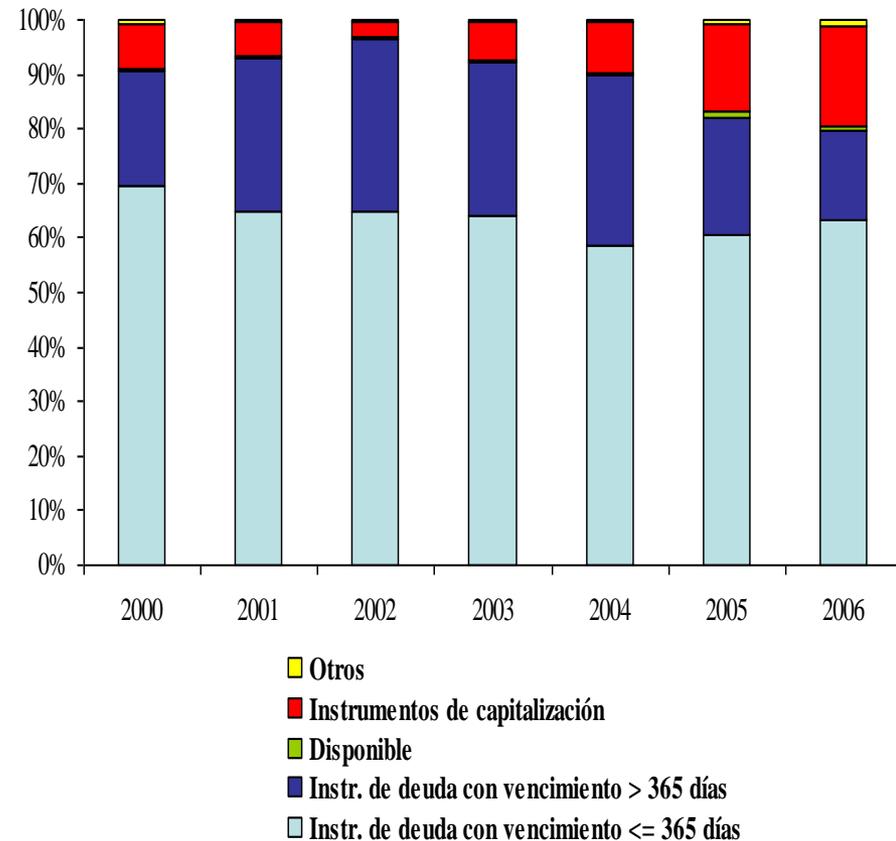
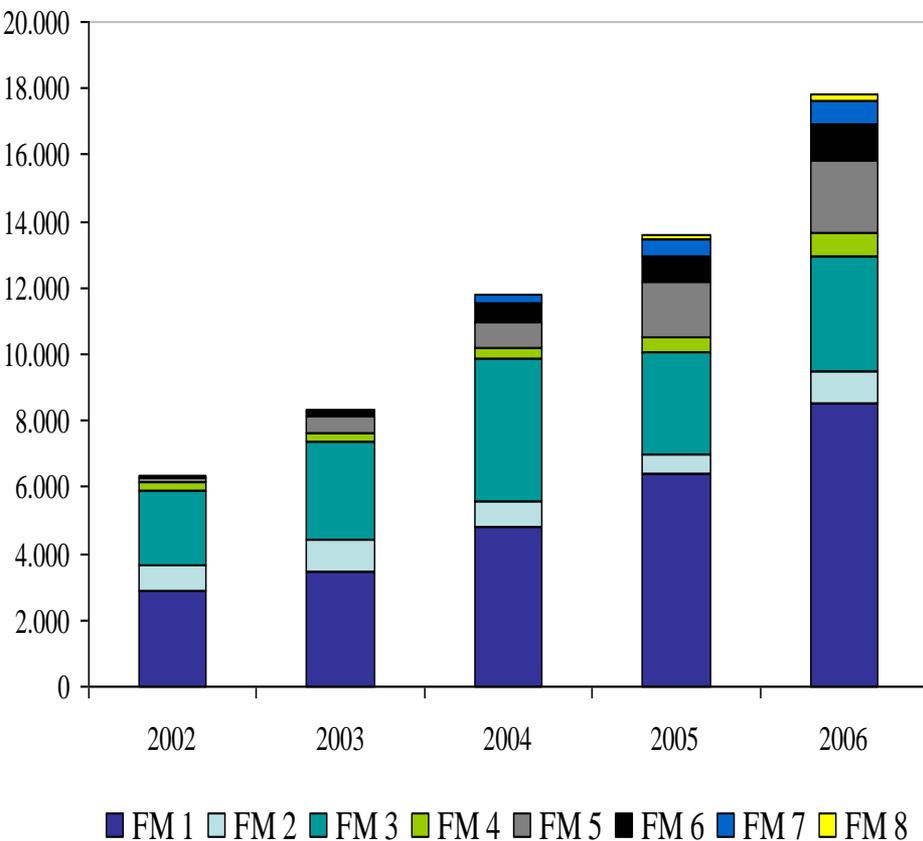
Los institucionales acumulan activos... y sofisticación

Activos de los Inversionistas Institucionales (millones de dólares)





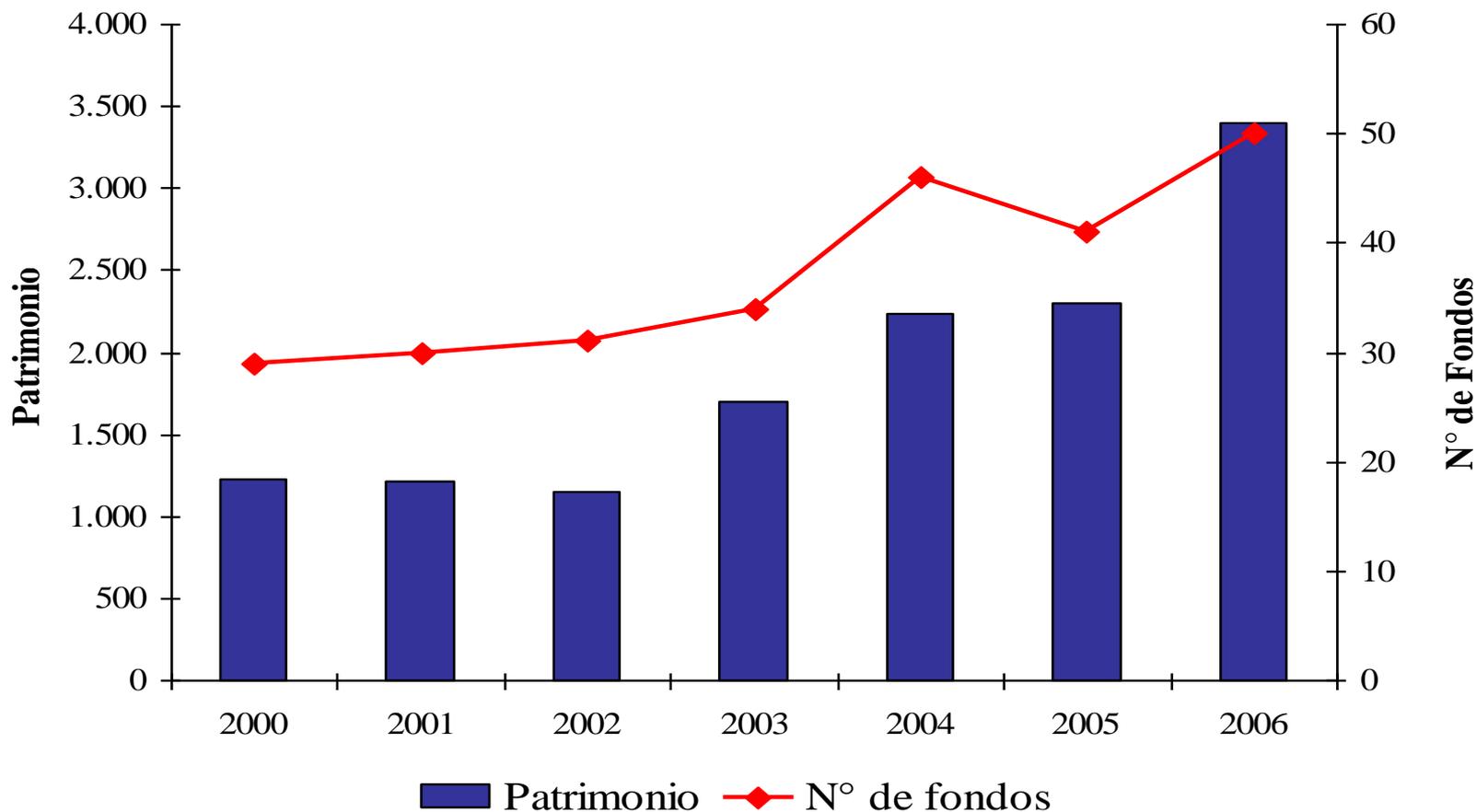
El acceso al mercado se democratiza por los Fondos Mutuos





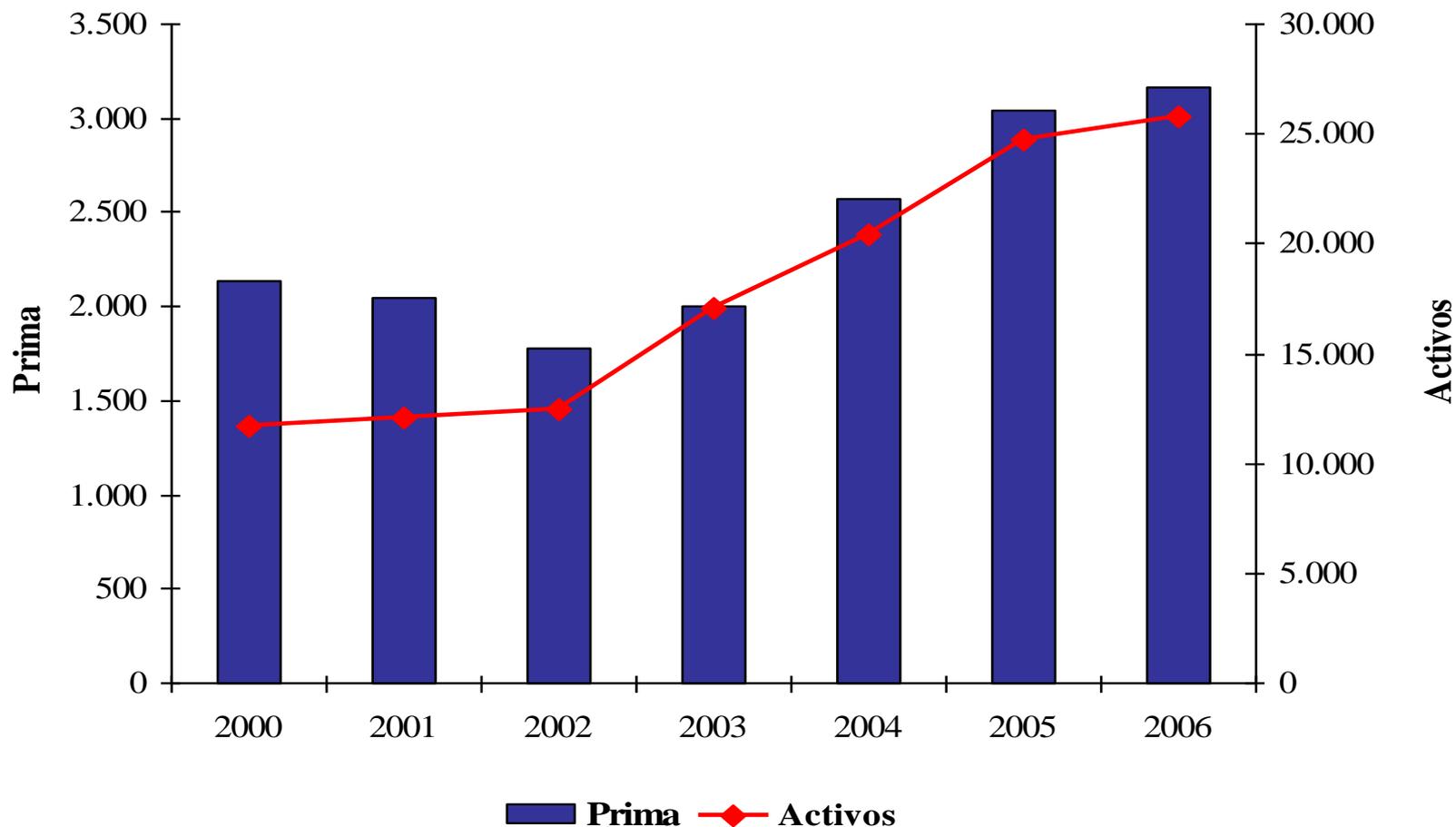
Los fondos de inversión también crecen y se desarrollan

Número de Fondos y Patrimonio Administrado
(millones de dólares)





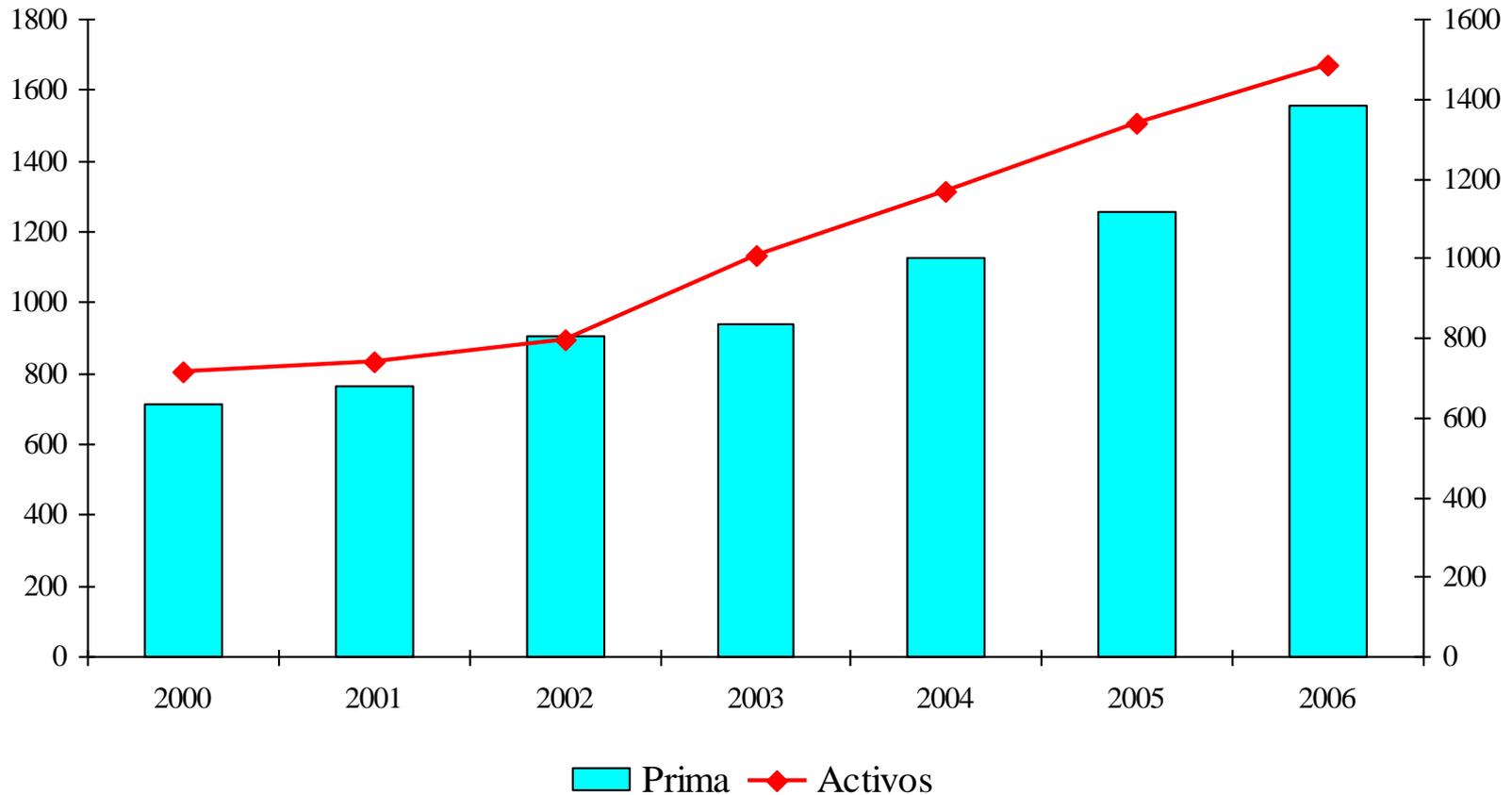
Seguros de Vida: Prima Directa y Activos (millones de dólares)



* Total primas acumuladas en los últimos 12 meses



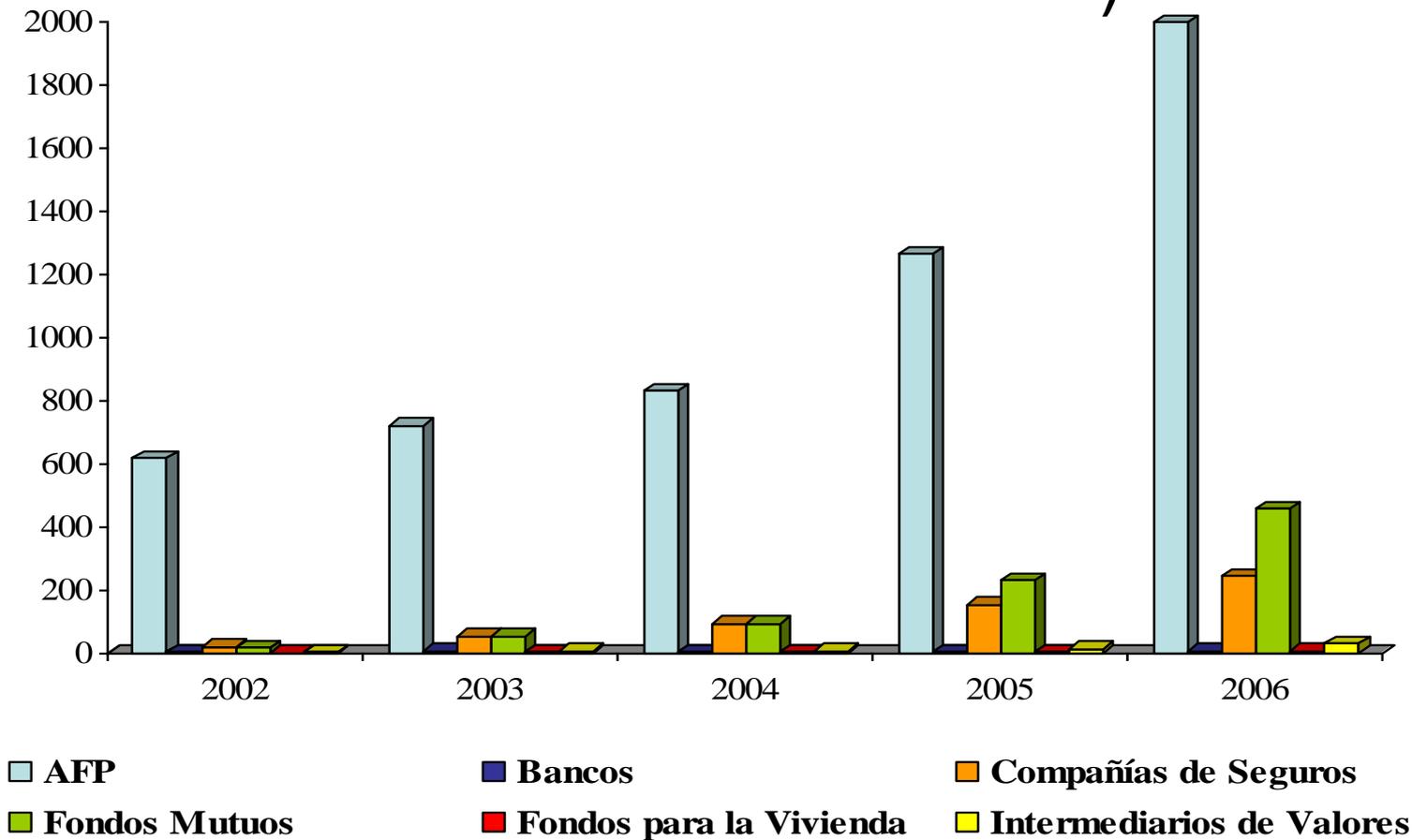
Seguros Generales: Prima Directa y Activos (millones de dólares)



* Total primas acumuladas en los últimos 12 meses

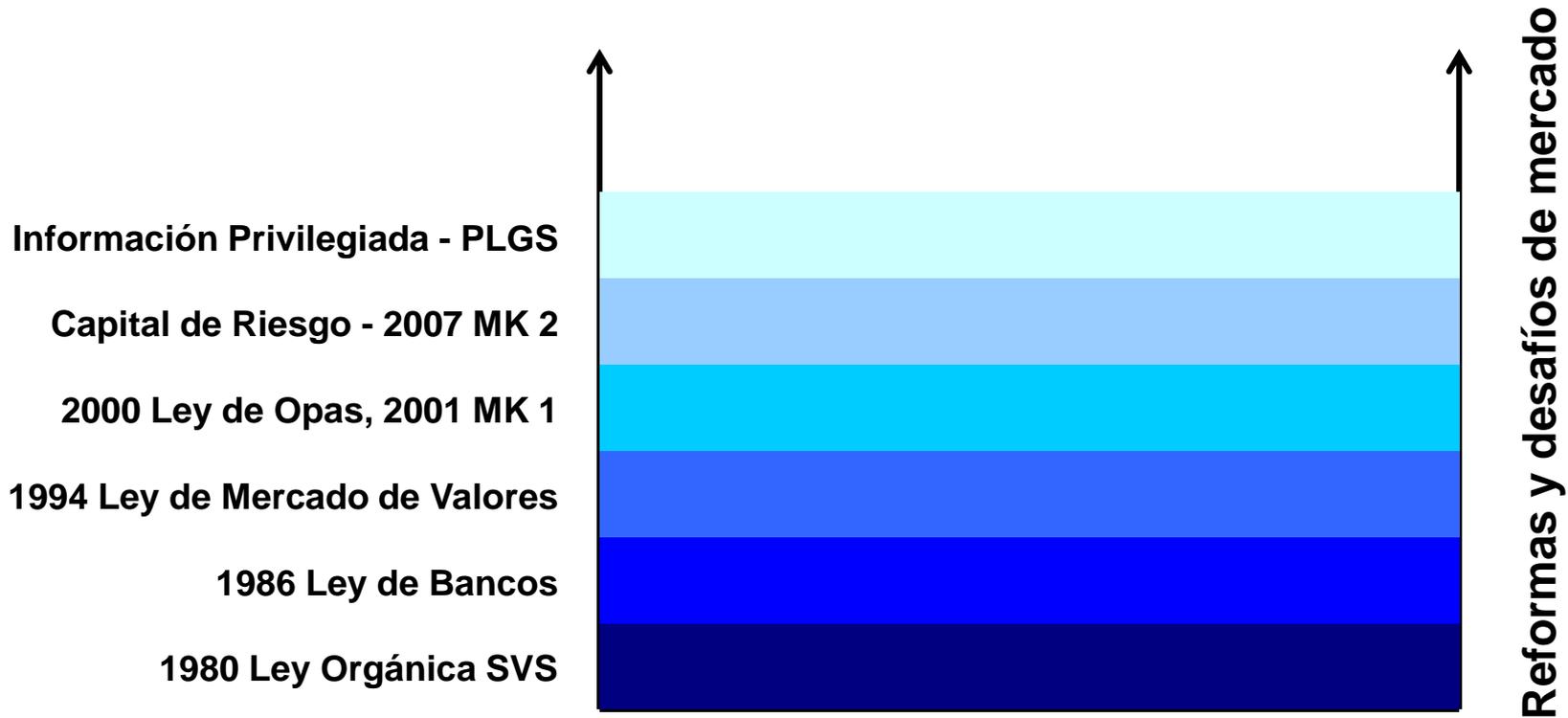


Caso particular: APV (saldo acumulado por Industria, en millones de dólares)





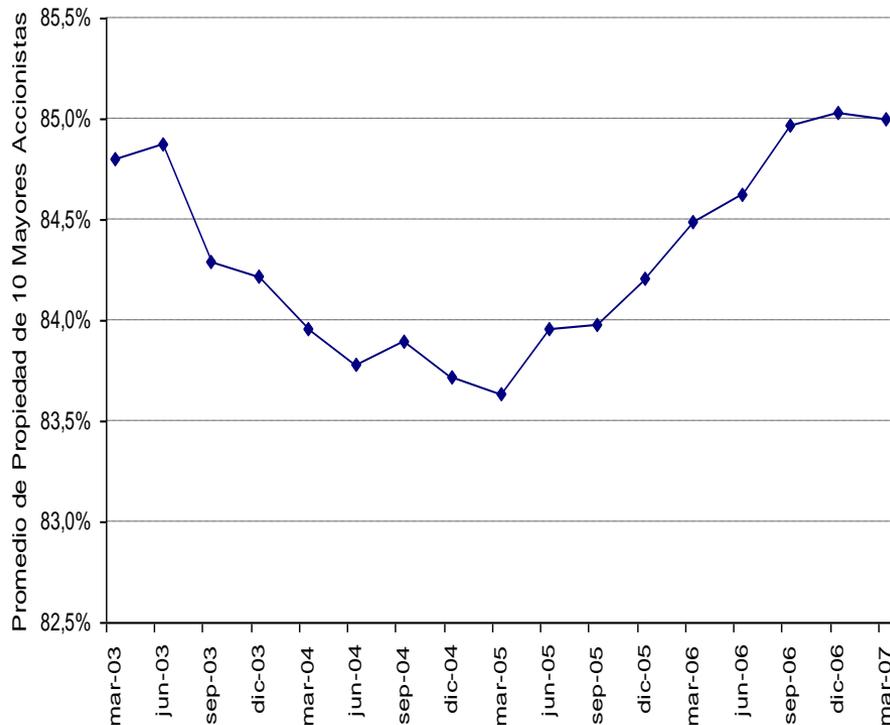
La profundidad y complejidad creciente del mercado chileno: sube el nivel del agua...



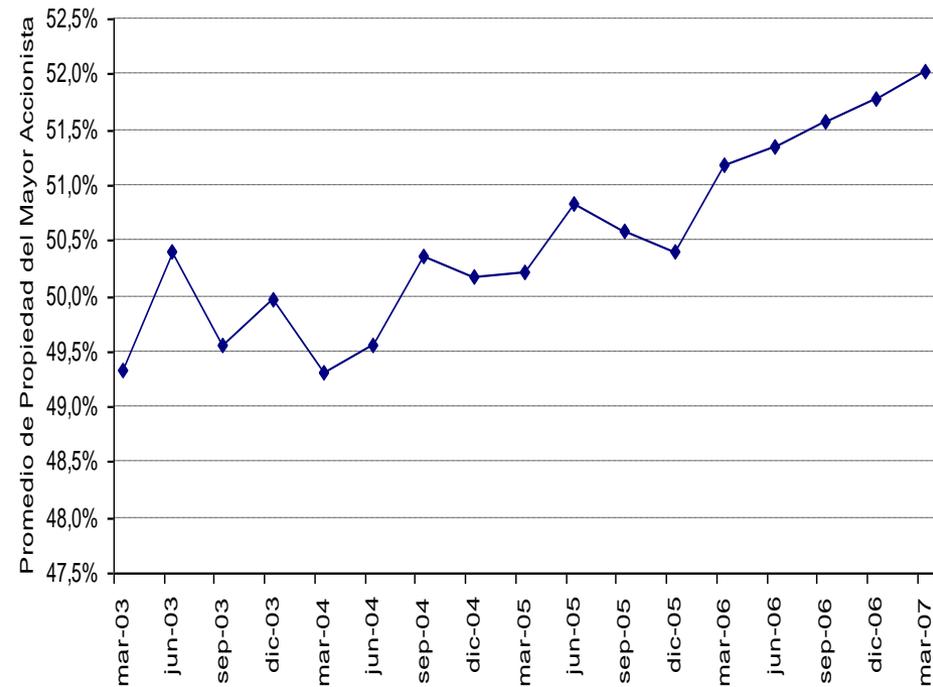


Tres elementos más para preocuparse de IP: más concentración accionaria del controlador(es)...

10 mayores accionistas

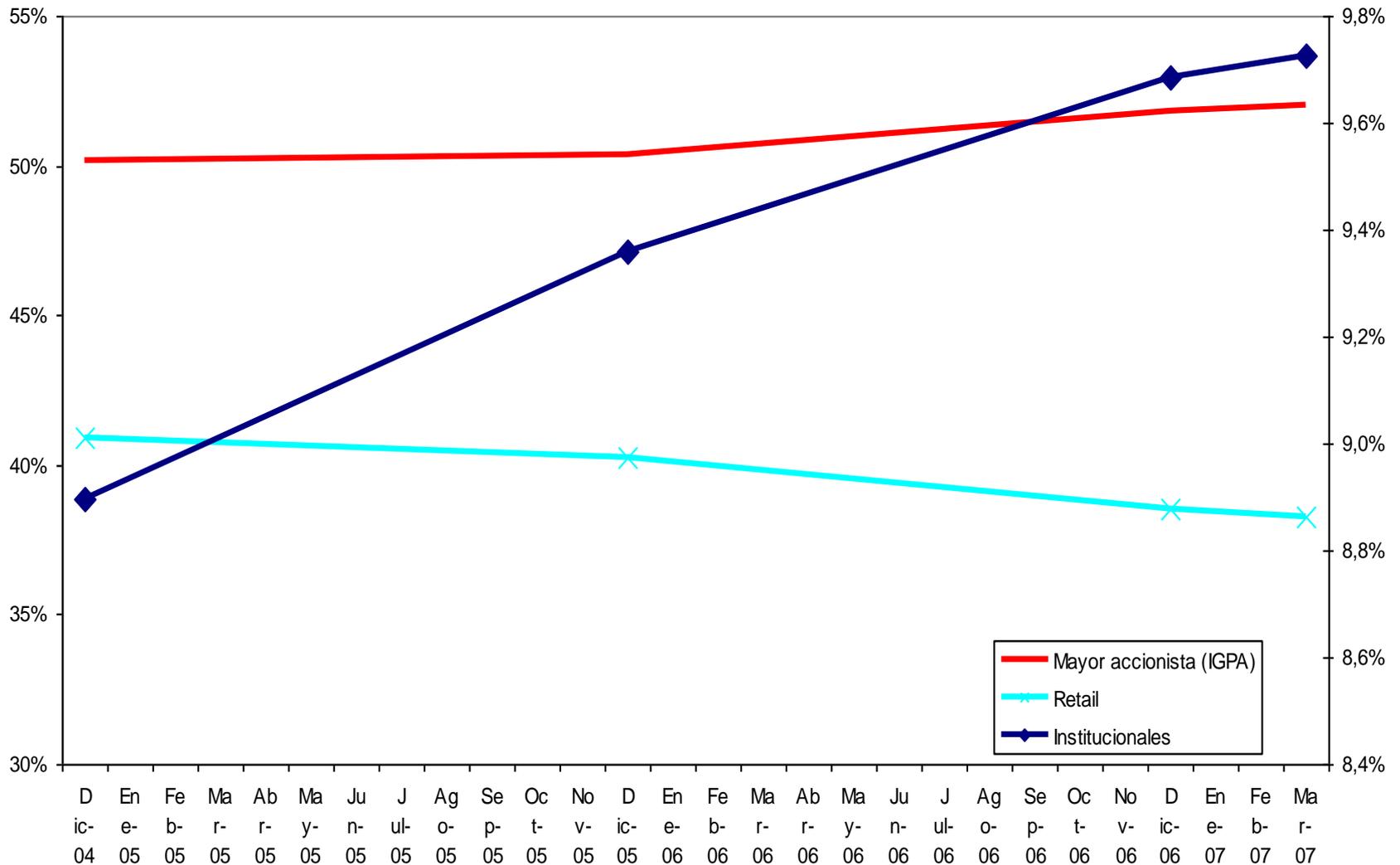


Principal accionista





... 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.

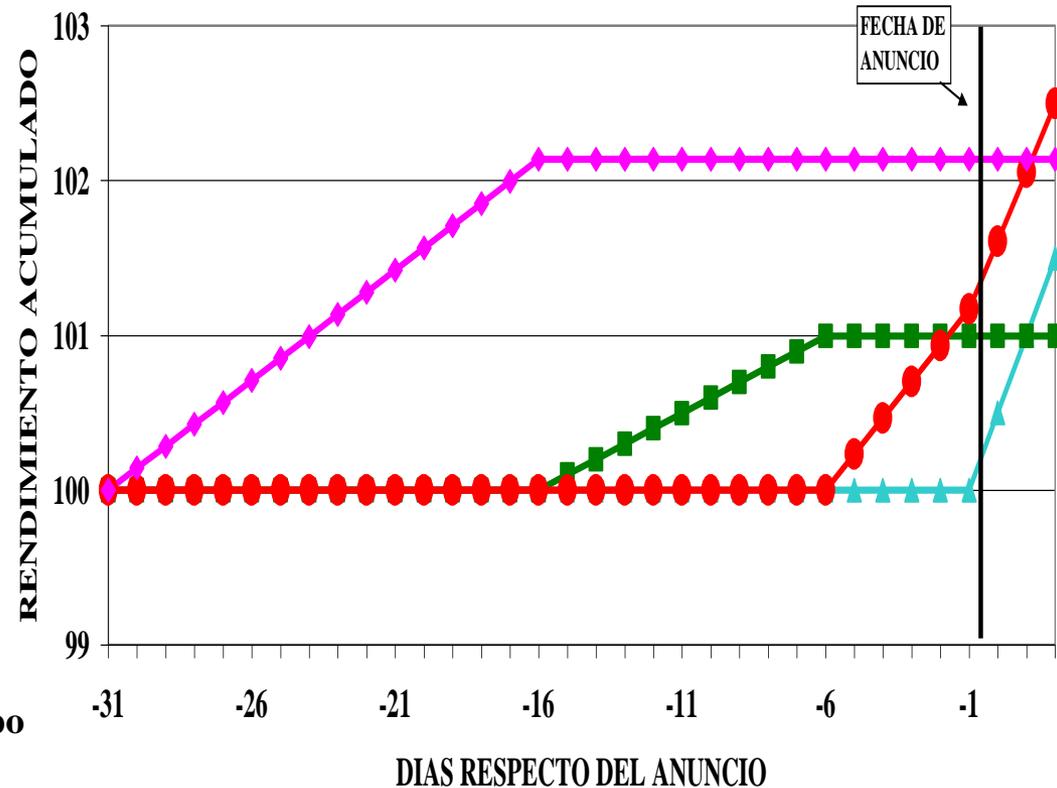
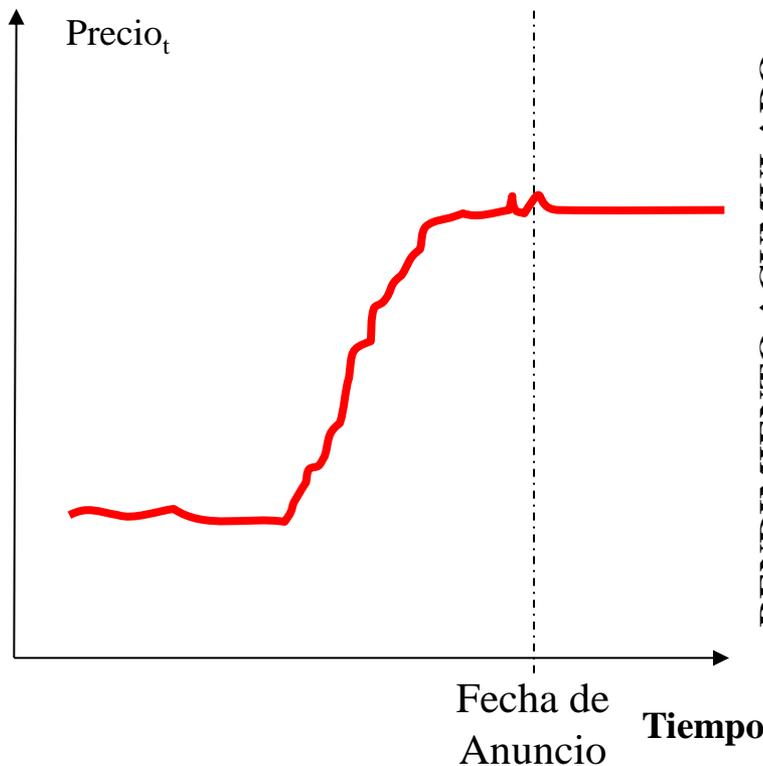
**El problema es ¿cuál es el nivel aceptable de asimetrías de información?
¿Qué significa “terreno de juego nivelado”?**



Uso de información privilegiada : estimaciones para Chile y América Latina

ADQUISICIONES

RENDIMIENTO ACUMULADO DURANTE LA ANTICIPACION E IMPACTO



When an event is not an event

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

Argentina Brasil Chile México



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



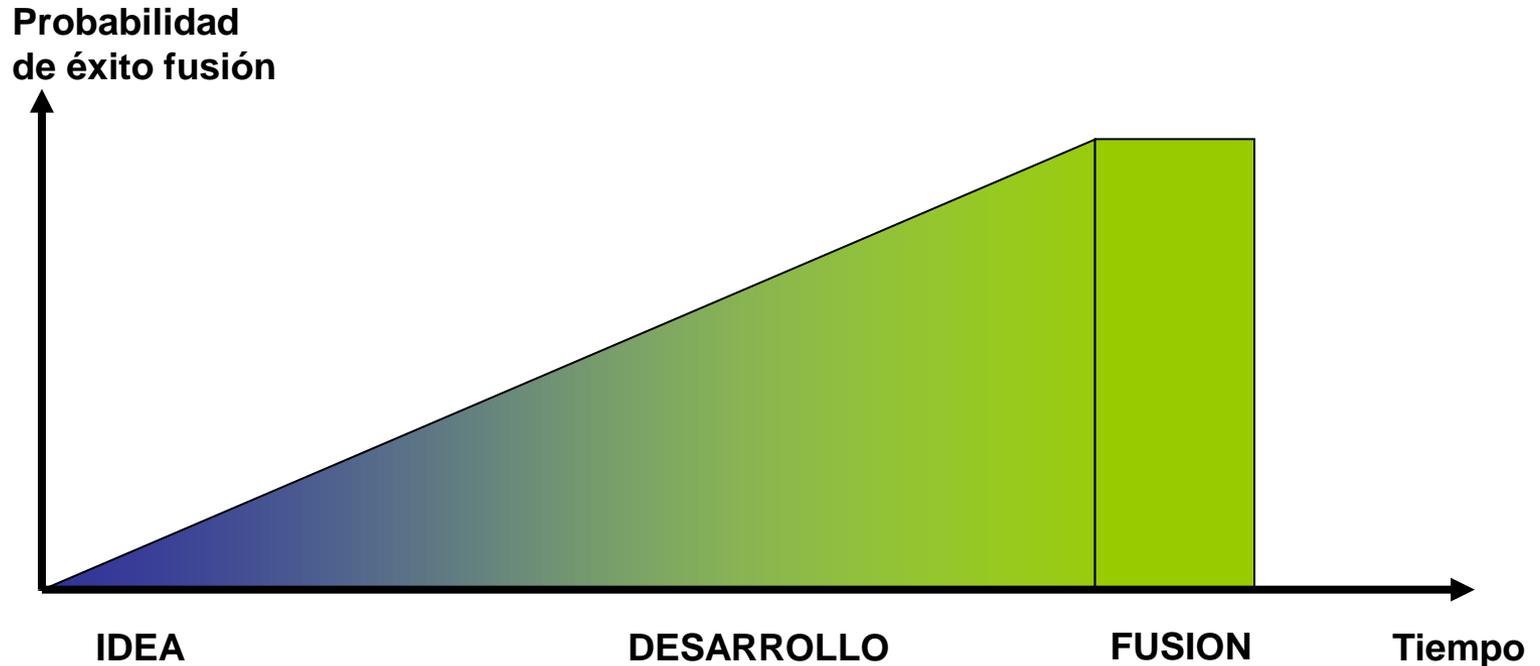
Nueva normativa para manejo de información

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...

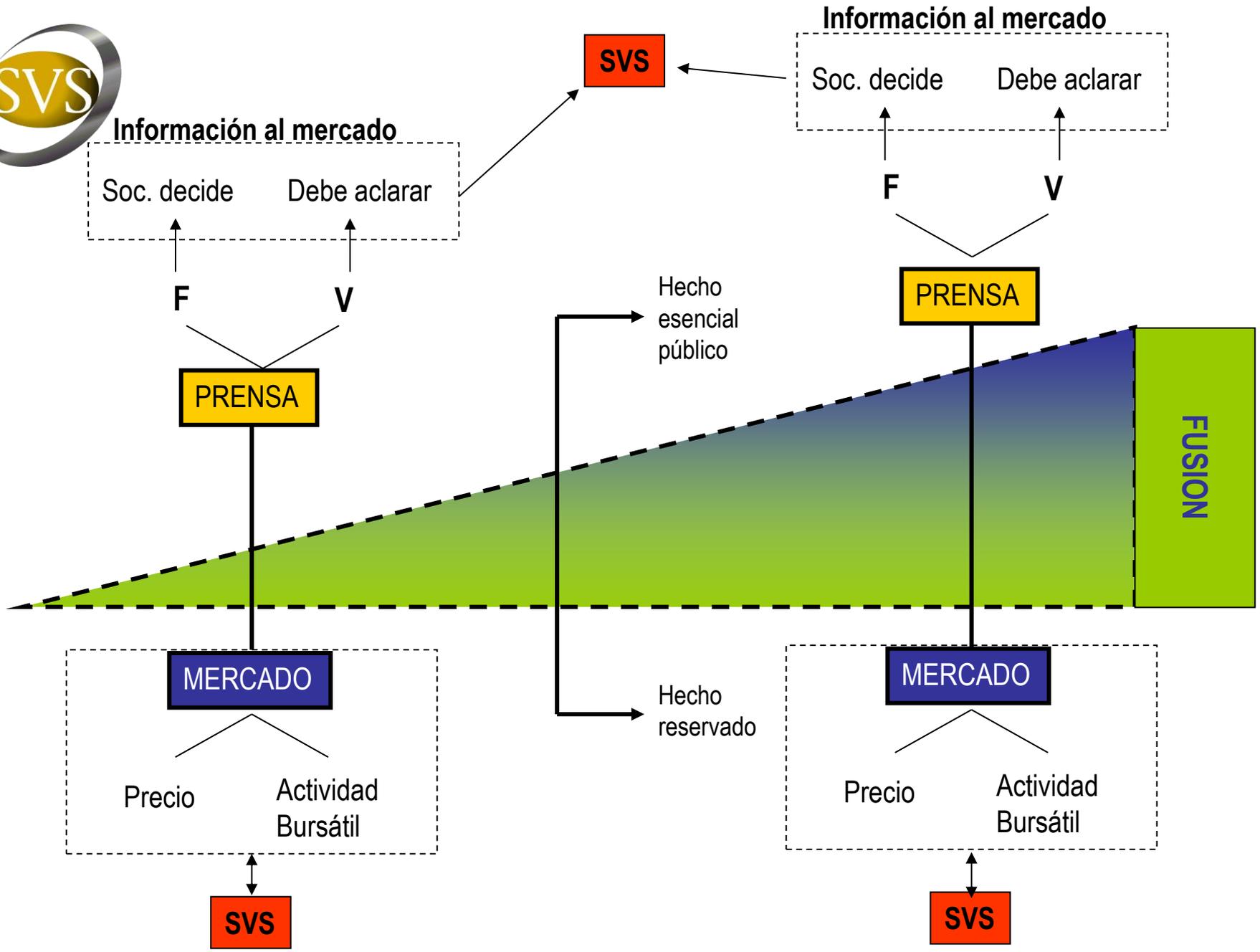


Proceso: Fusión sorpresiva



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.





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