

# Asimetrías de información: riesgos, desafíos, acción



**Guillermo Larrain Rios**  
Superintendente de Valores y Seguros

Santiago, 17 de Abril, 2008

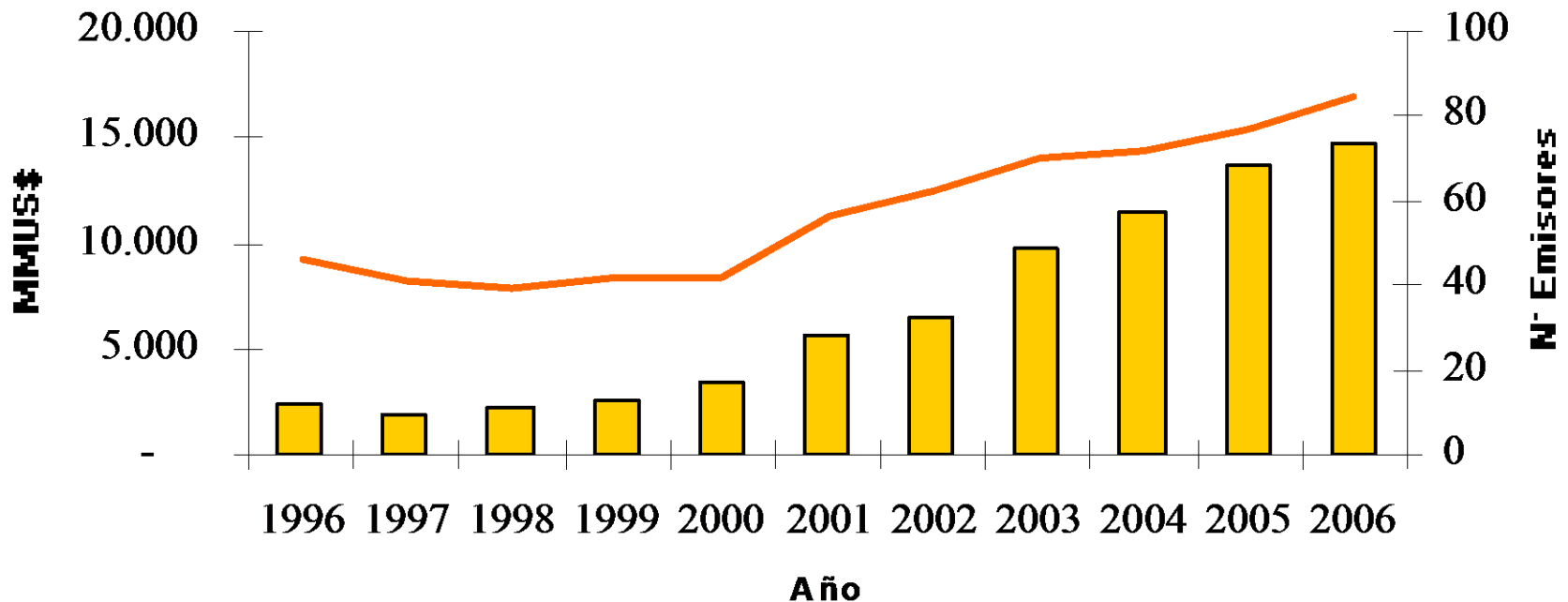
Universidad de los Andes

1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP

# Un mercado con más instrumentos, más significativos



## Bonos corporativos



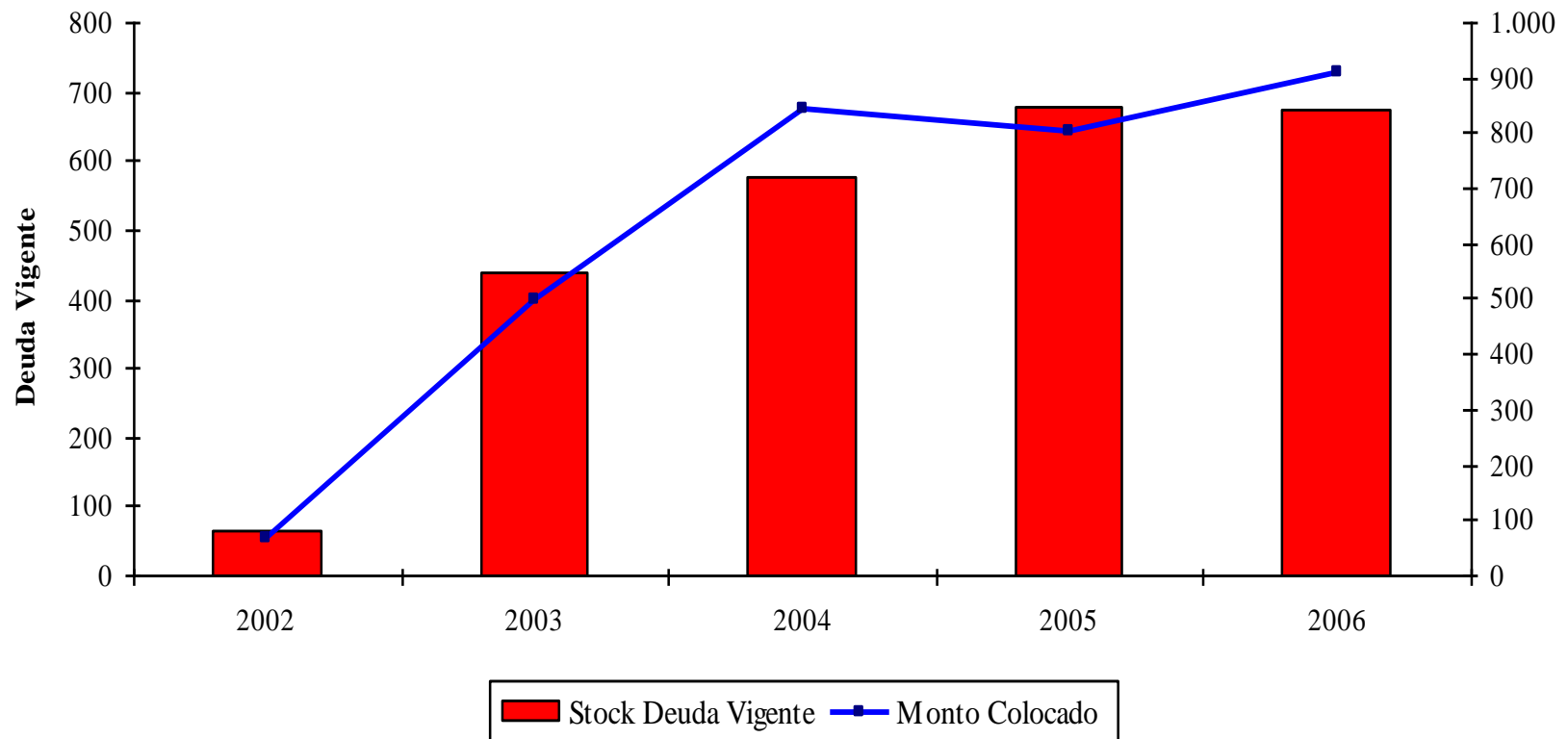
 Stock bonos corporativos US\$ MM

 Número de emisores bonos

# Un mercado con más instrumentos, más significativos



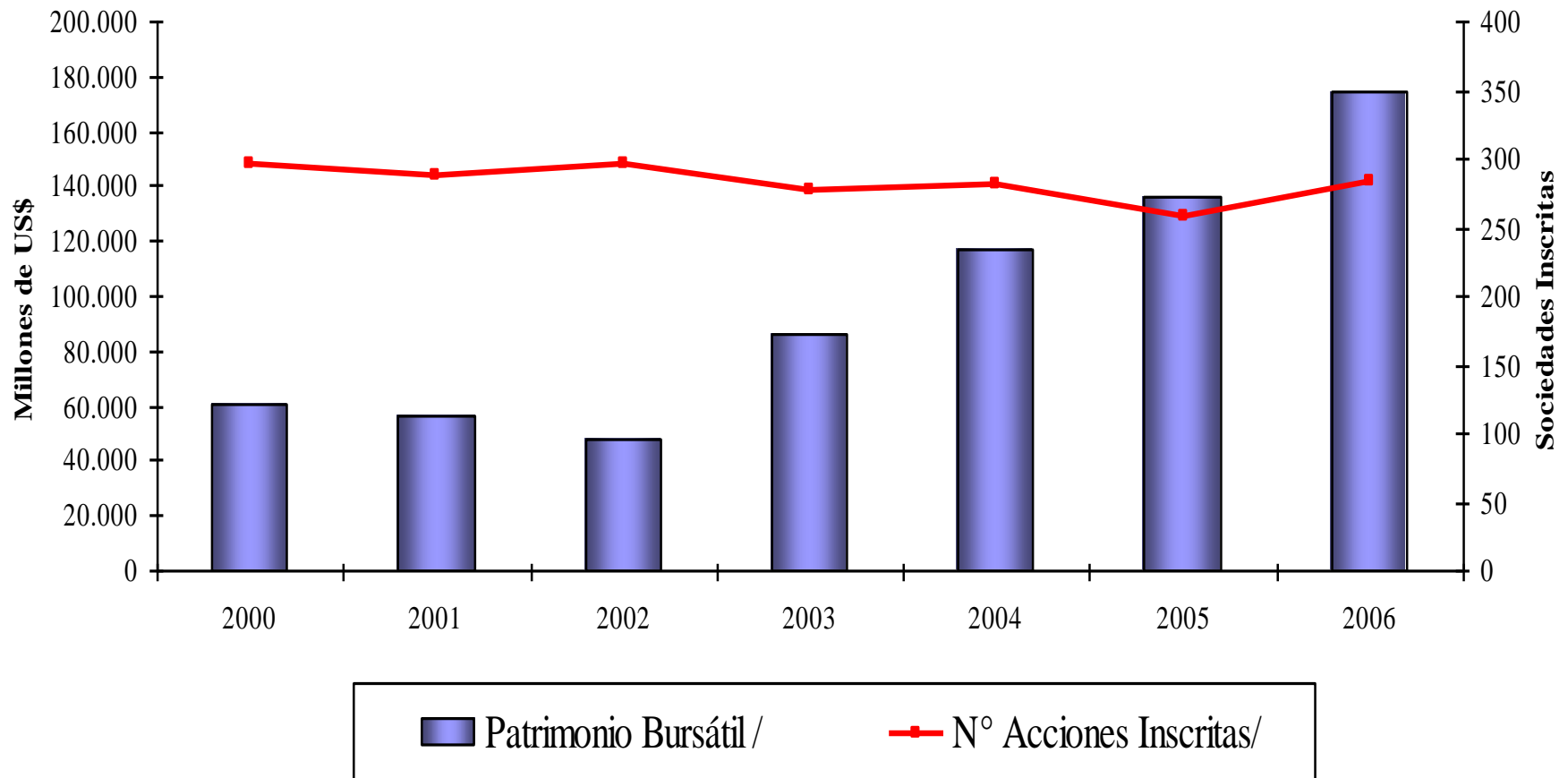
## Efectos de comercio



# Un desarrollo bursátil prometedor, profundidad



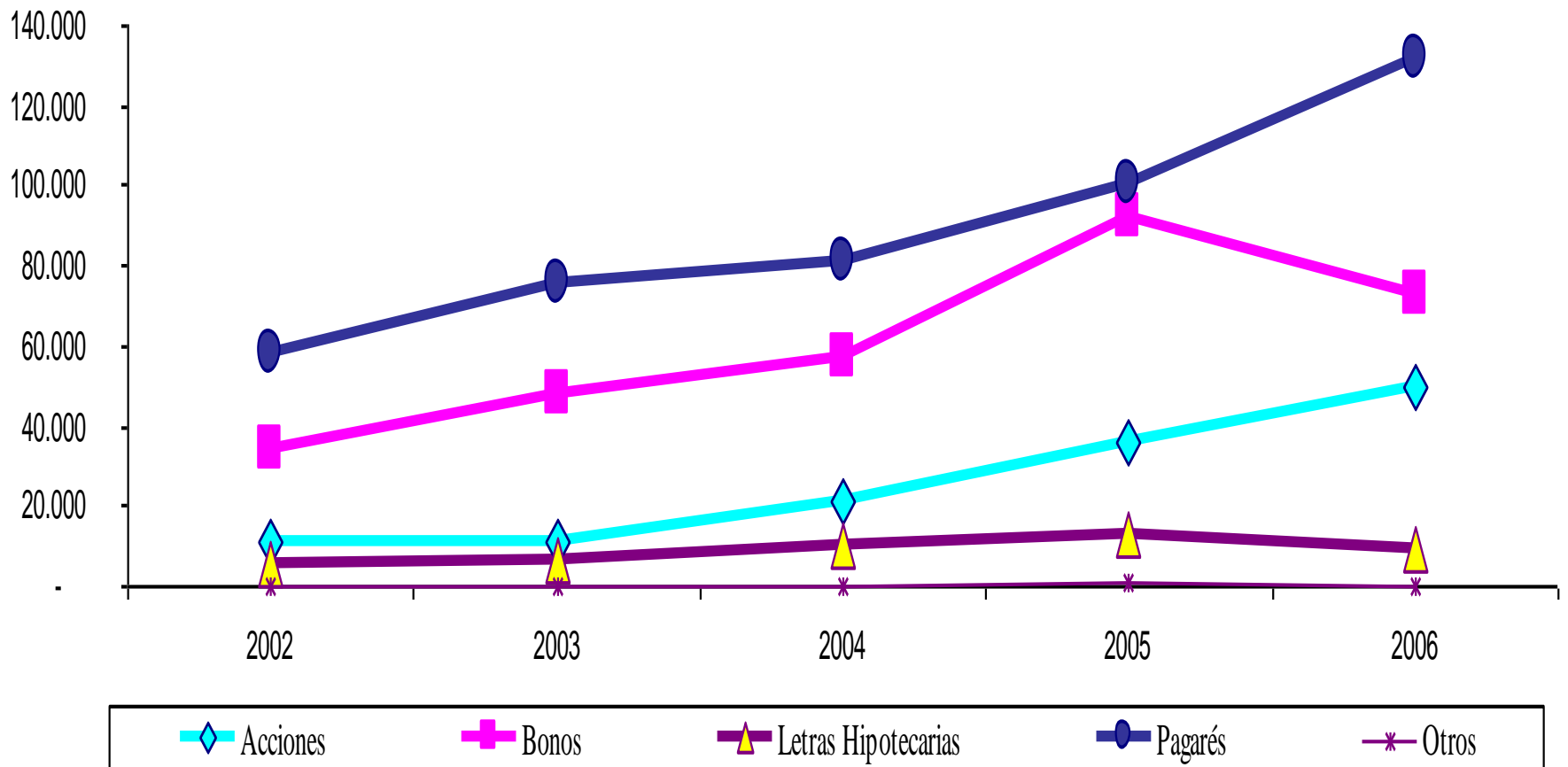
## Patrimonio Bursátil y Sociedades Inscritas



# Un desarrollo bursátil prometedor, liquidez



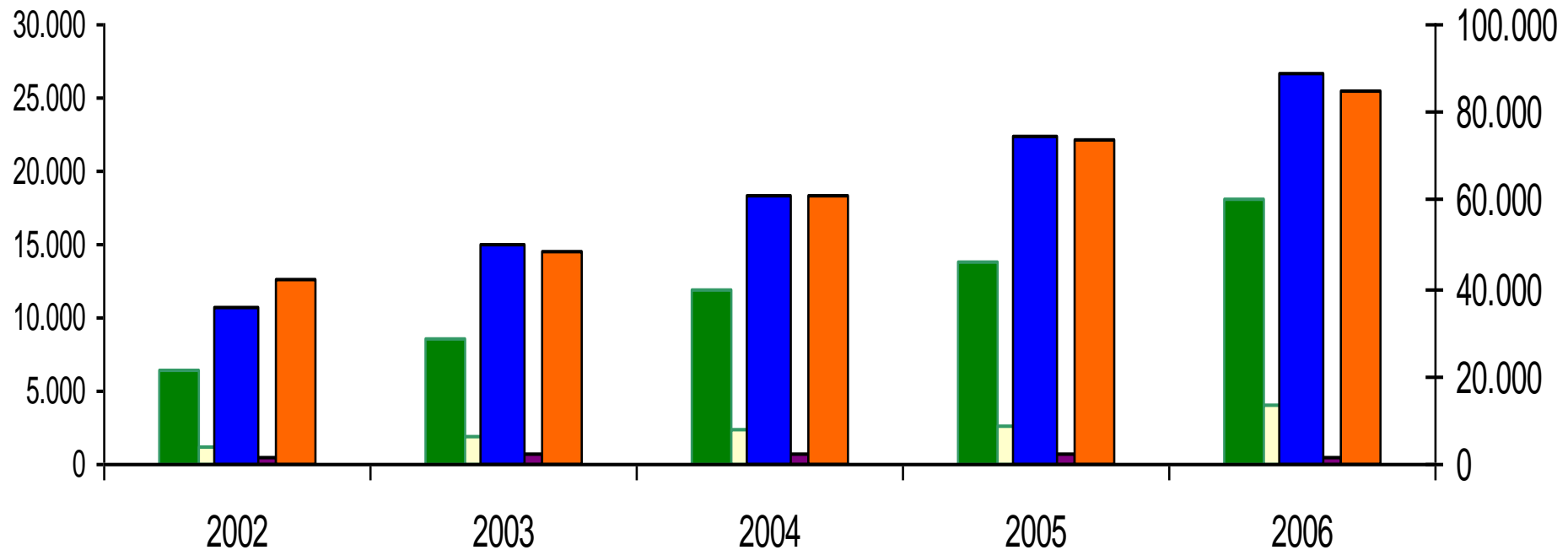
**Montos Transados (millones de US\$)**



# Los institucionales acumulan activos... y sofisticación

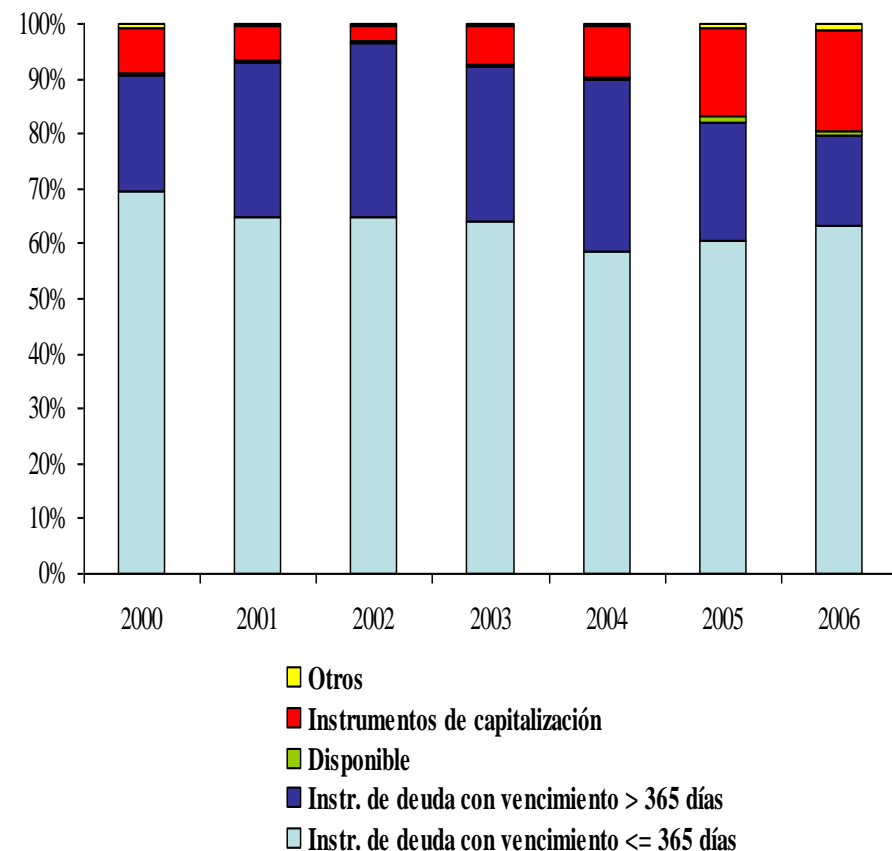
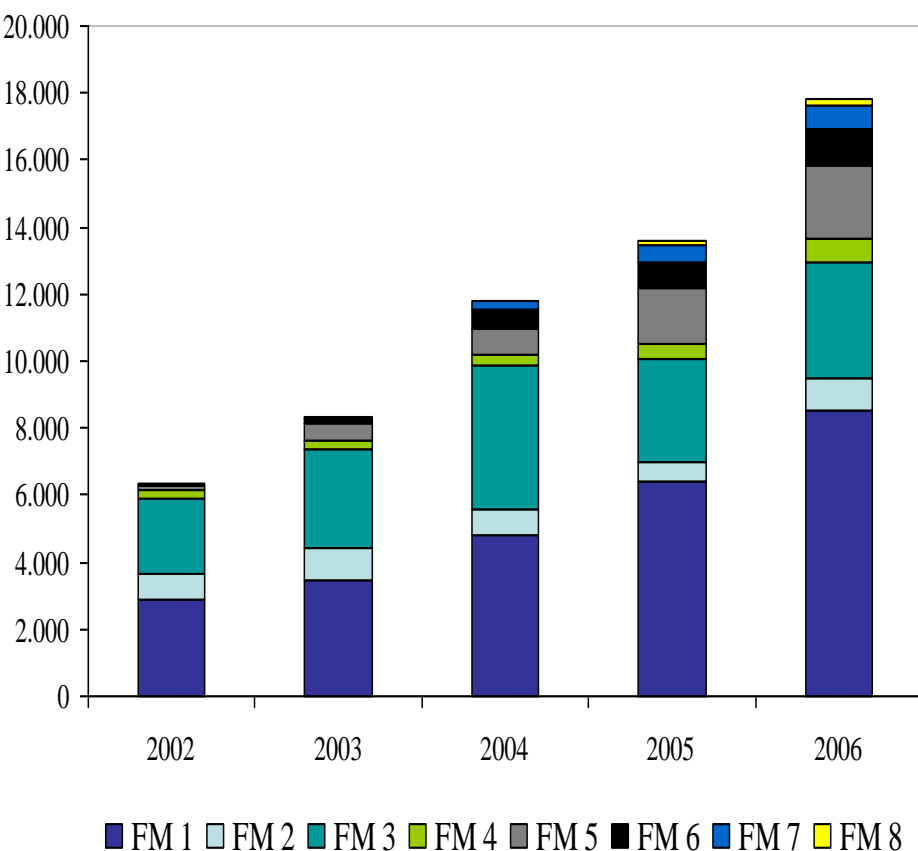


## Activos de los Inversionistas Institucionales (millones de dólares)



■ Fondos Mutuos ■ Fondos de Inversión ■ FICE ■ Cías.de Seguros ■ Fondos de Pensiones

# El acceso al mercado se democratiza por los Fondos Mutuos

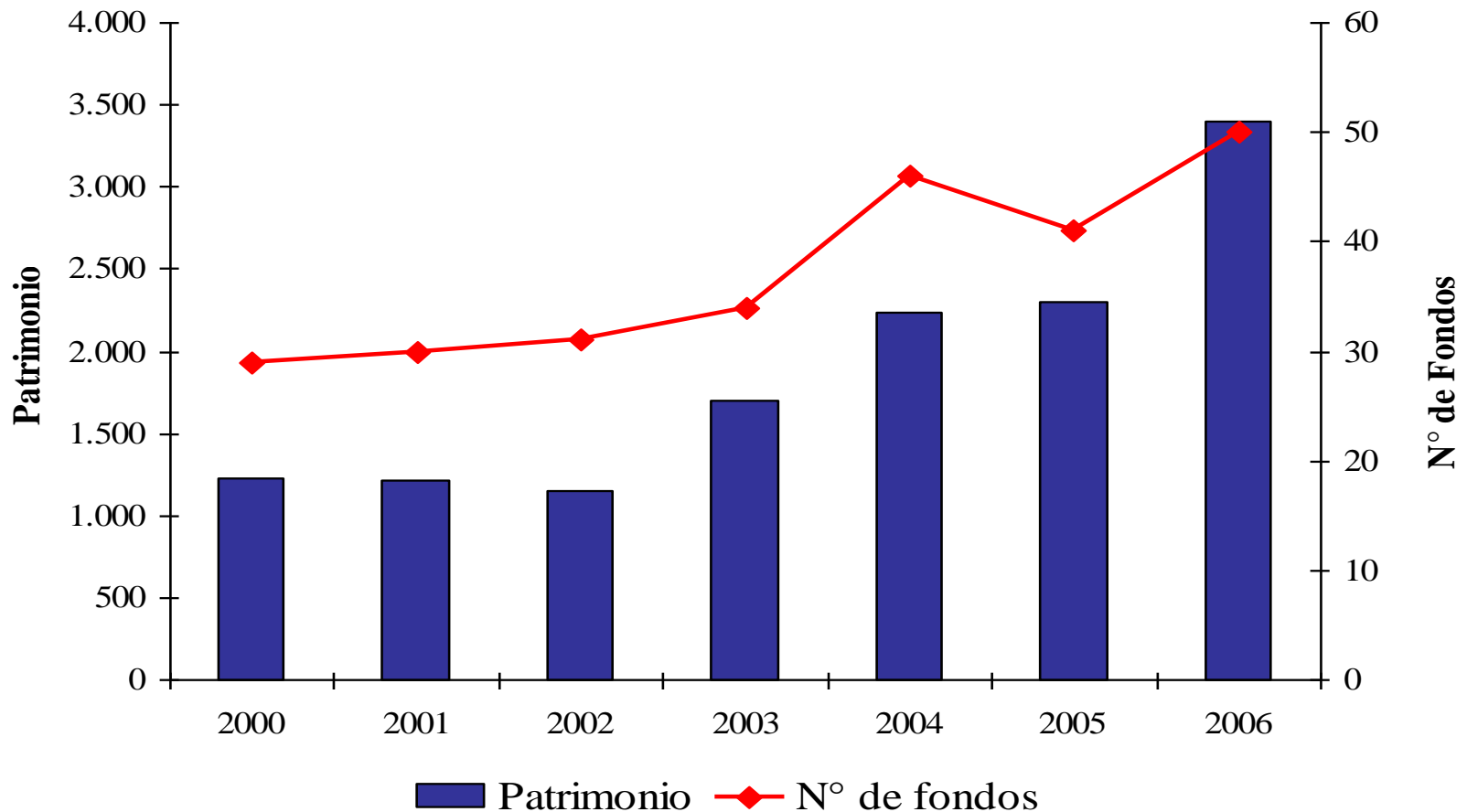




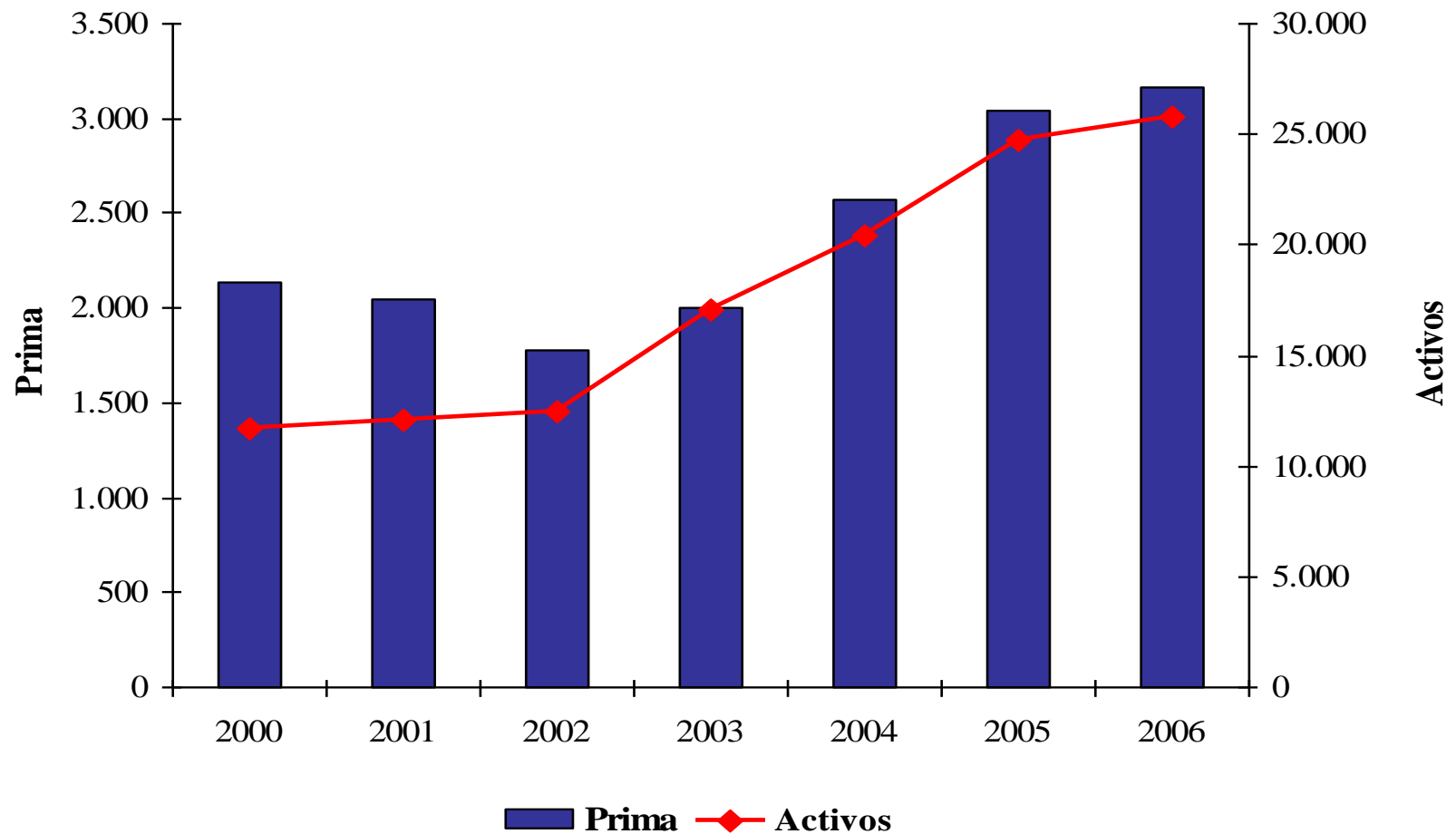
# Los fondos de inversión también crecen y se desarrollan



## Número de Fondos y Patrimonio Administrado (millones de dólares)

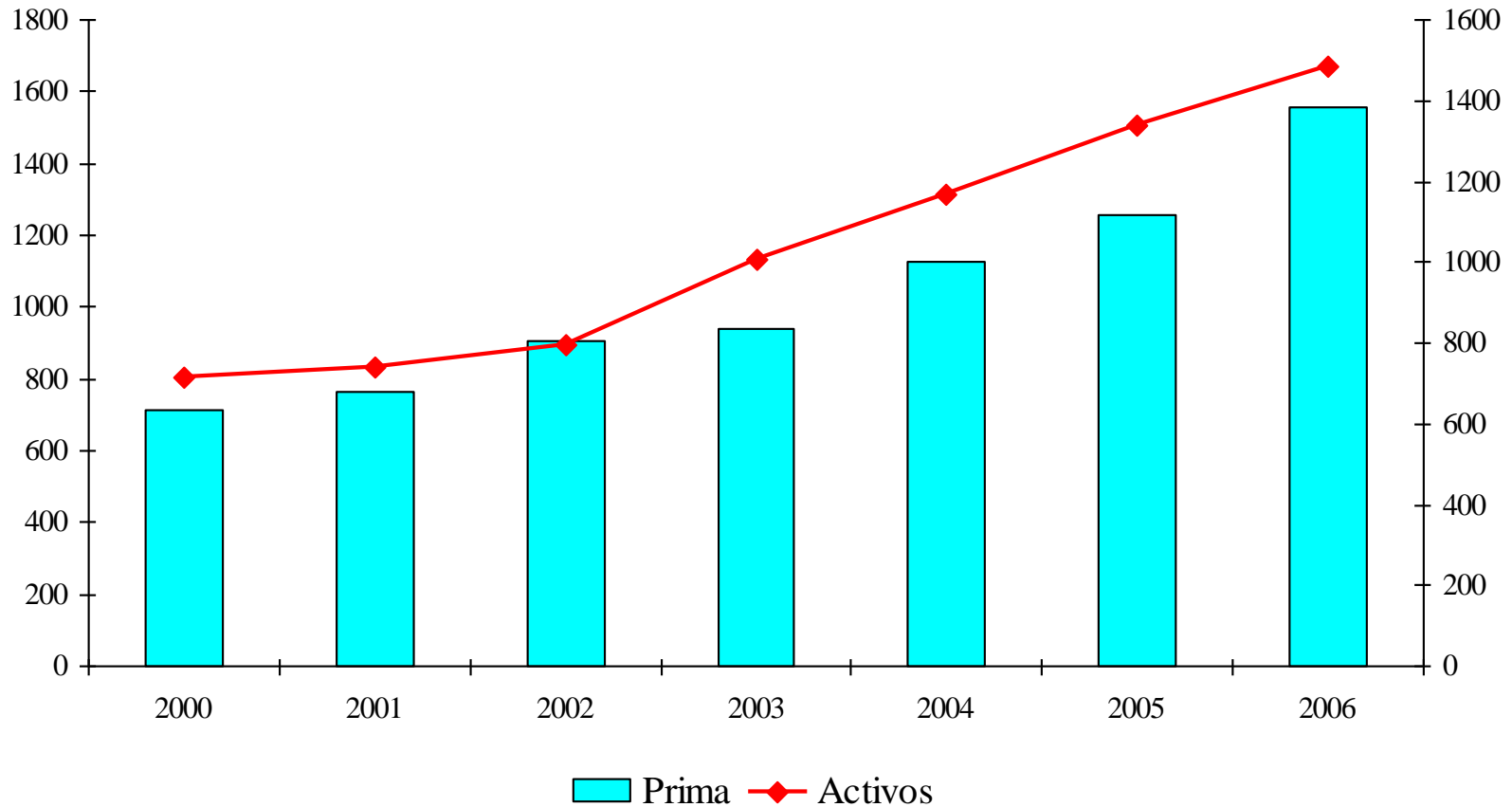


# Seguros de Vida: Prima Directa y Activos



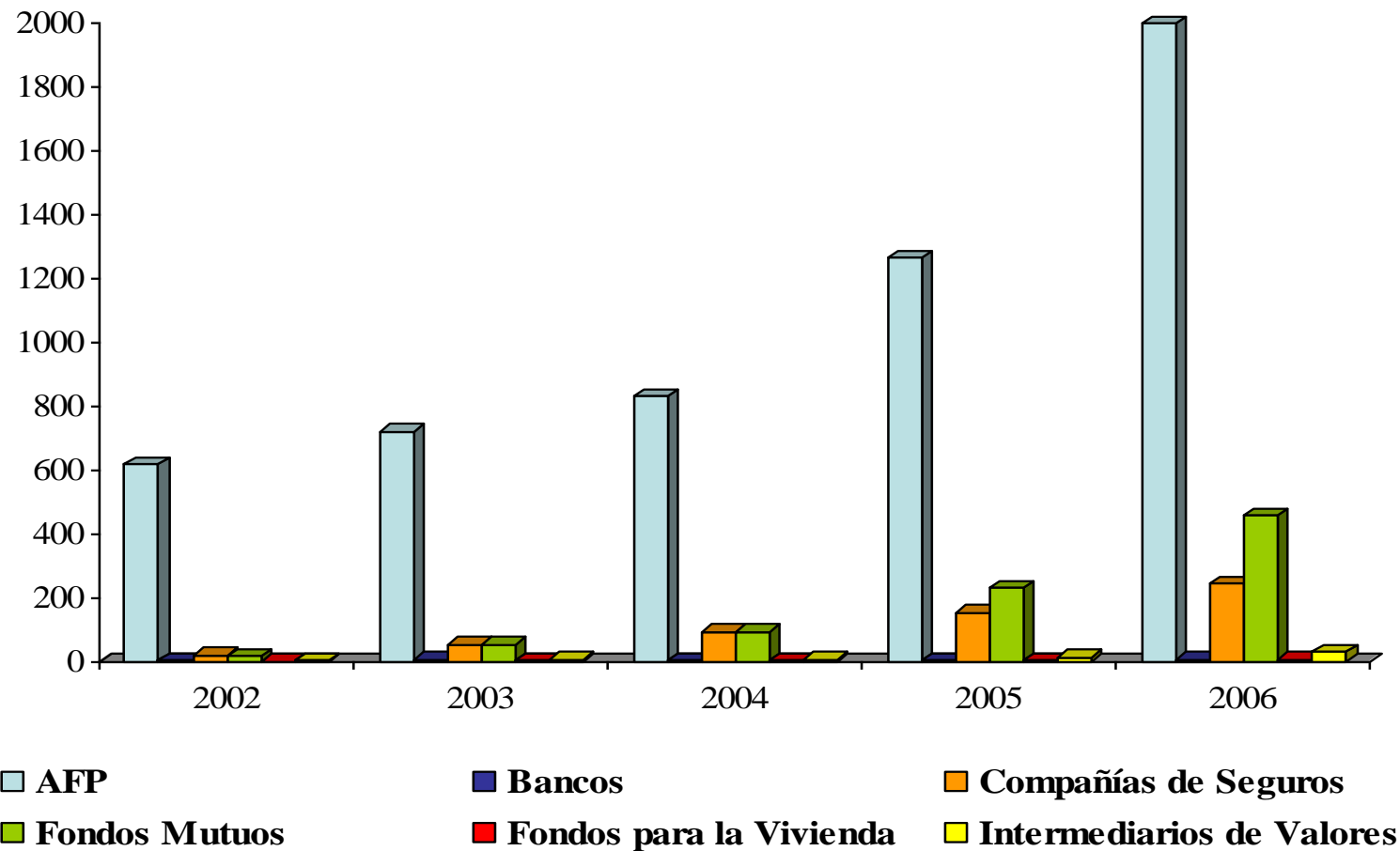
\* Total primas acumuladas en los últimos 12 meses

# Seguros Generales: Prima Directa y Activos



\* Total primas acumuladas en los últimos 12 meses

# Caso particular: APV





## **Democratización**

Clientes marginales tienen menos educación que los actuales, asimetrías serán mayores

## **Internacionalización**

Extranjeros requieren certeza de tratamiento justo en materia de información

1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP

# El rol de la Información en una economía de mercado



- Una economía descentralizada con información perfecta lleva a un “óptimo de Pareto” con competencia perfecta. Teóricamente, lo mismo logra una economía centralmente planificada.
- Las organizaciones son una forma de alcanzar los beneficios de la acción colectiva cuando el sistema de precios falla. Corregir fallas del sistema de precios es necesario para el buen funcionamiento de una economía descentralizada.
- Falla crítica del sistema de precios : Incentidumbre (Arrow, The Limits of Organizations):
- Solución: Contratos condicionales o *contingent commodities* : mezcla precio del bien y precio del seguro. Son posibles pero mucho menos diversos que lo que requiere la teoría (ej. contrato para tener pan fresco condicional a que tenga hambre).
- Problemas para precios contingentes:
  - Complejidad del sistema de precios hace costoso redacción y entendimiento de contratos (ver Isapres)
  - Distinción entre riesgos genuinos y fallas de optimización (moral hazard).
  - Fallas de información. Ejemplos, selección adversa (seguros), asimetrías de información (médico/paciente)

# El rol de la Información en una economía de mercado



- La posibilidad que el sistema de precios distribuya la incertidumbre en la economía está limitada por la estructura de los canales de información existentes.
- De otra forma: El valor de las decisiones fuera del mecanismo de mercado está determinado por las características de las redes de información. Estos canales son endógenos a la economía.
- Si la estructura de activos financieros es completa (existen suficientes activos para transferir riqueza entre todos los posibles estados de la naturaleza), entonces se puede llegar a un óptimo de Pareto.
- Si la estructura de activos financieros es incompleta el equilibrio competitivo no sería Pareto óptimo, ya que se produce una pérdida de bienestar al no poder diversificar el riesgo en la forma deseada.
- Si la información no es simétrica, la estructura de activos financieros es incompleta (los “contratos” que definen el pago que entrega un activo financiero requieren que ambas partes puedan verificar la ocurrencia del estado de la naturaleza que condiciona dicho pago).
- En este caso, los precios de los activos financieros transados en el mercado no reflejan su verdadero “valor”, impidiendo una asignación óptima de los recursos (es decir equilibrio  $\neq$  Pareto óptimo).
- Los agentes desinformados estarán temerosos de hacer transacciones con otros que poseen información privilegiada, por lo que su disposición a participar en el mercado será menor.



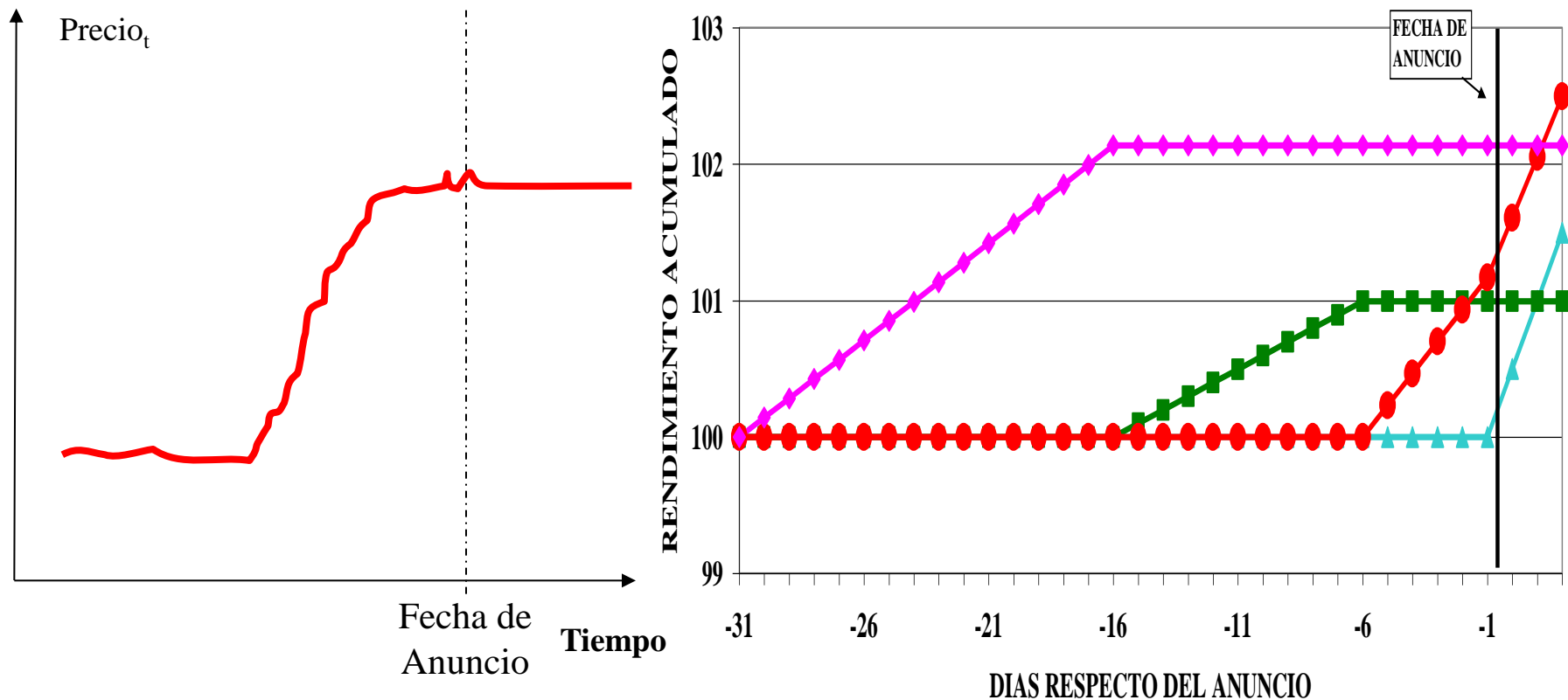
1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP

# Uso de información privilegiada : 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)

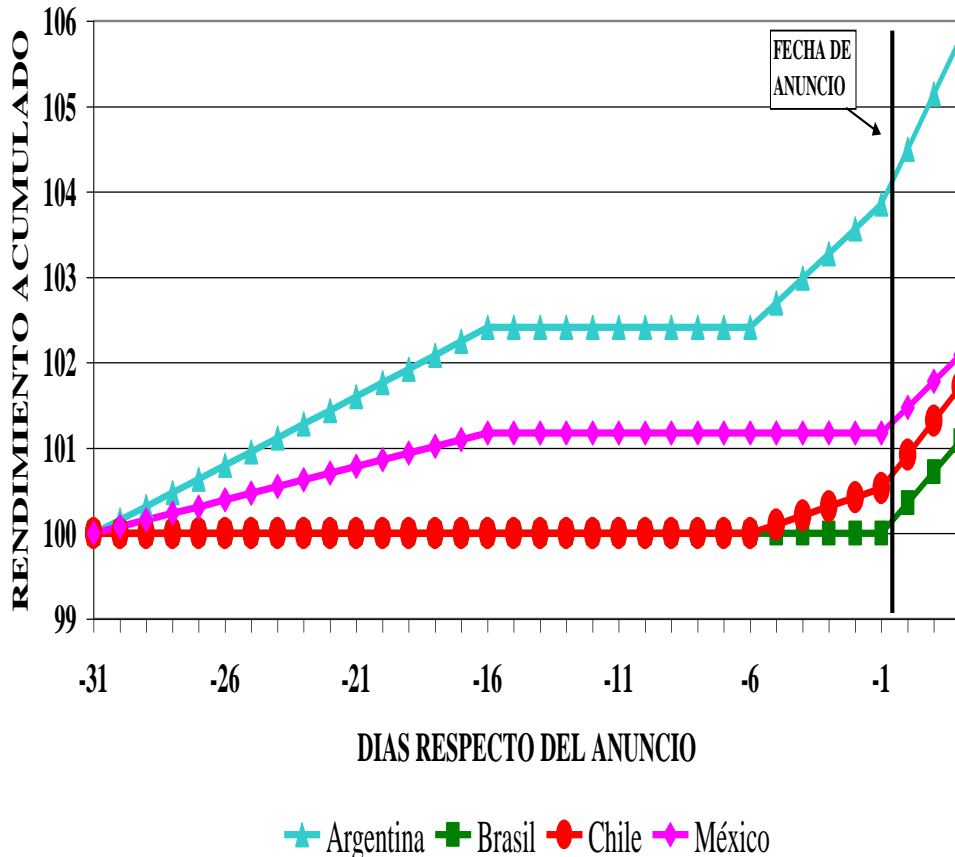
▲ Argentina ■ Brasil ● Chile ◆ México

# Uso de información privilegiada : Chile y América Latina



## UTILIDADES TRIMESTRALES

RENDIMIENTO ACUMULADO DURANTE LA ANTICIPACION E IMPACTO



**Problema con manejo de información, son muchos actores:**

- Emisores de títulos de oferta pública
- Corredores de bolsa
- Bolsas de Valores
- Inversionistas institucionales
- SVS

**También es un problema cultural, una actitud...**



# Uso de información privilegiada : Chile y América Latina



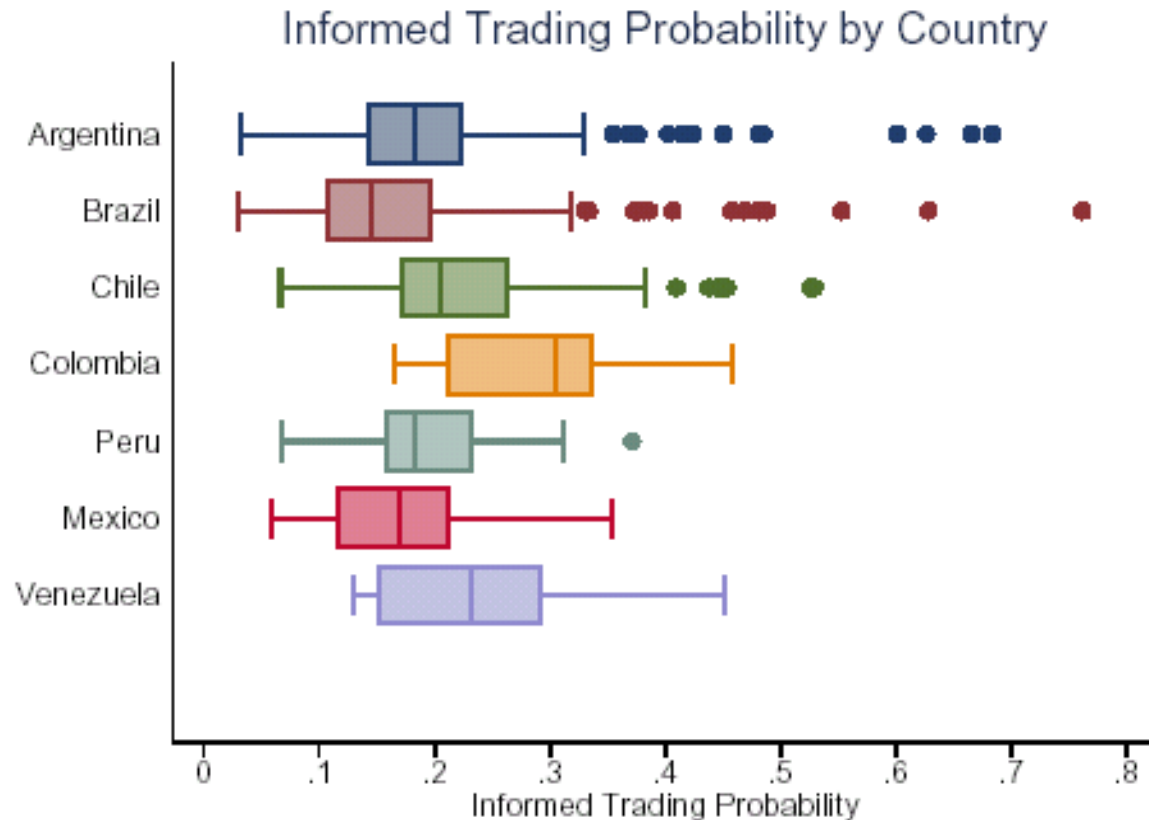
## Panel A: Existencia y Enforcement de Prohibiciones de Insider Trading hasta 1999

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela
Año en que se prohibió IT en el país	1991	1976	1981	1990	1975	1991	1998
Año de la primera acusación	1995	1978	1996	Nunca	Nunca	1994	Nunca

## Panel B: Cantidad de Acusaciones de Insider Trading por parte de la Superintendencia de Valores de cada País desde 2000 a 2004

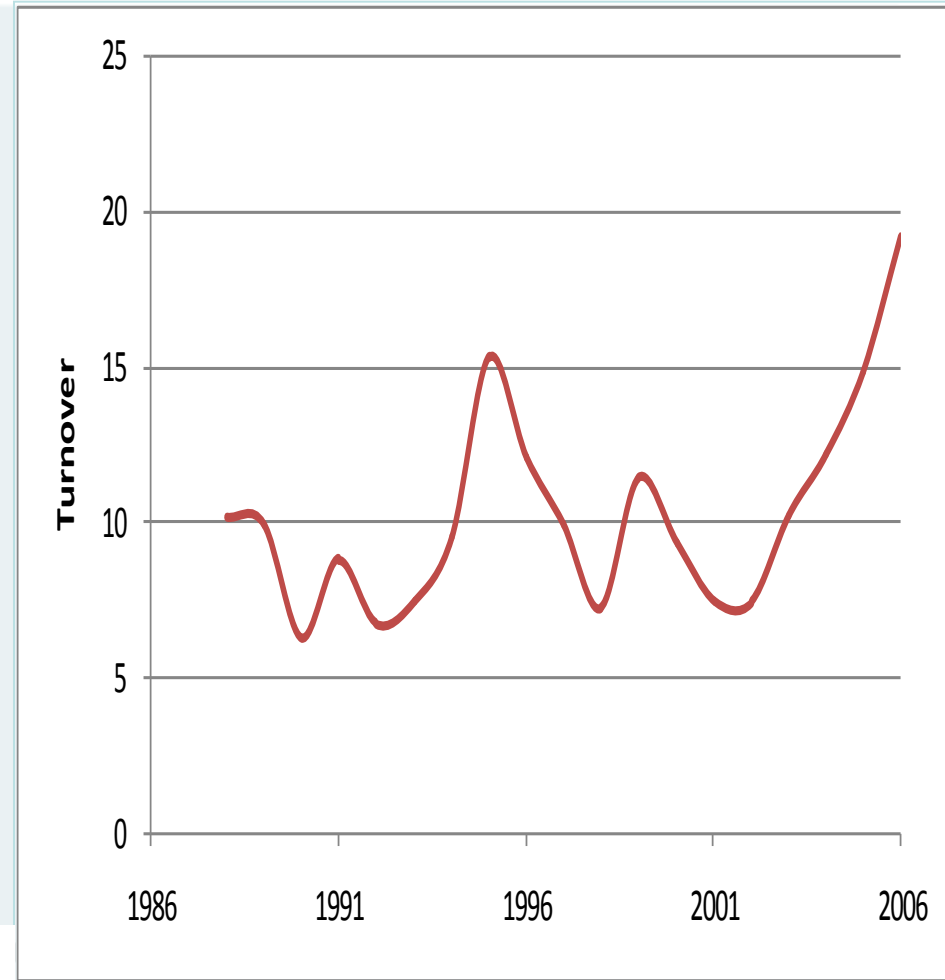
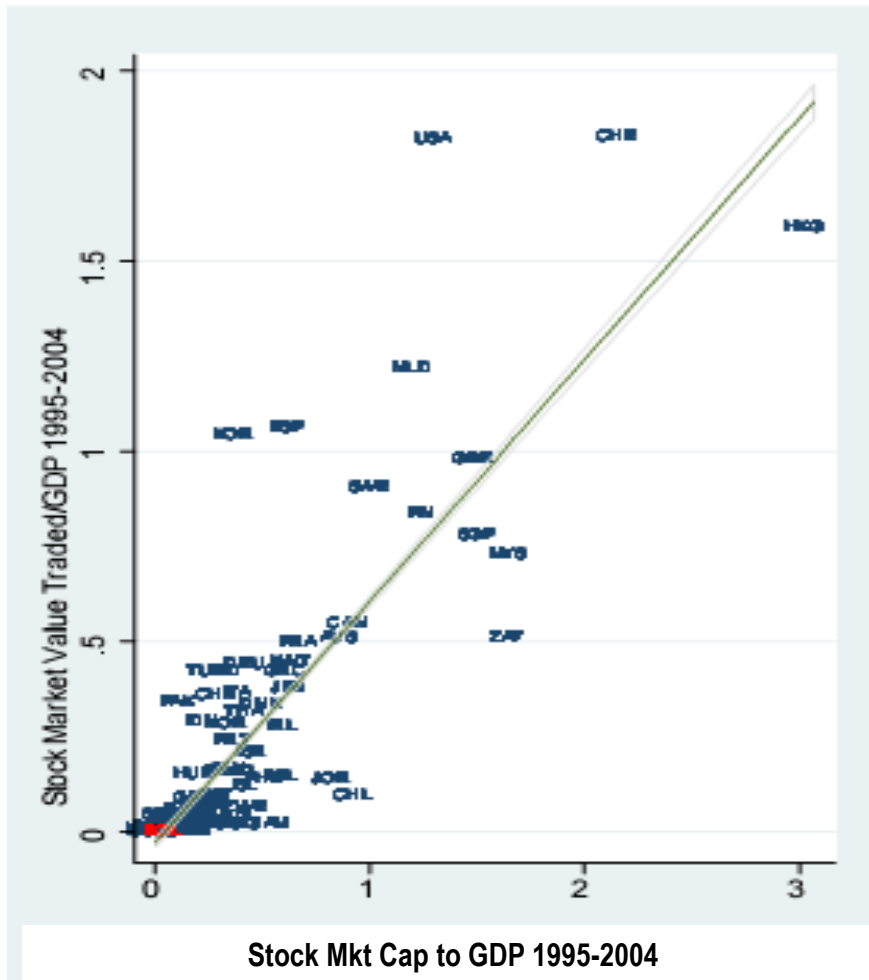
Año	USA	América Latina	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela
2000	40	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2001	57	0	0	0	n.a.	n.a.	0	n.a.	n.a.
2002	59	2	1	1	0	n.a.	0	n.a.	n.a.
2003	50	2	0	0	0	n.a.	2	0	n.a.
2004	42	11	0	1	4	1	4	1	n.a.

# Uso de información privilegiada : Chile y América Latina



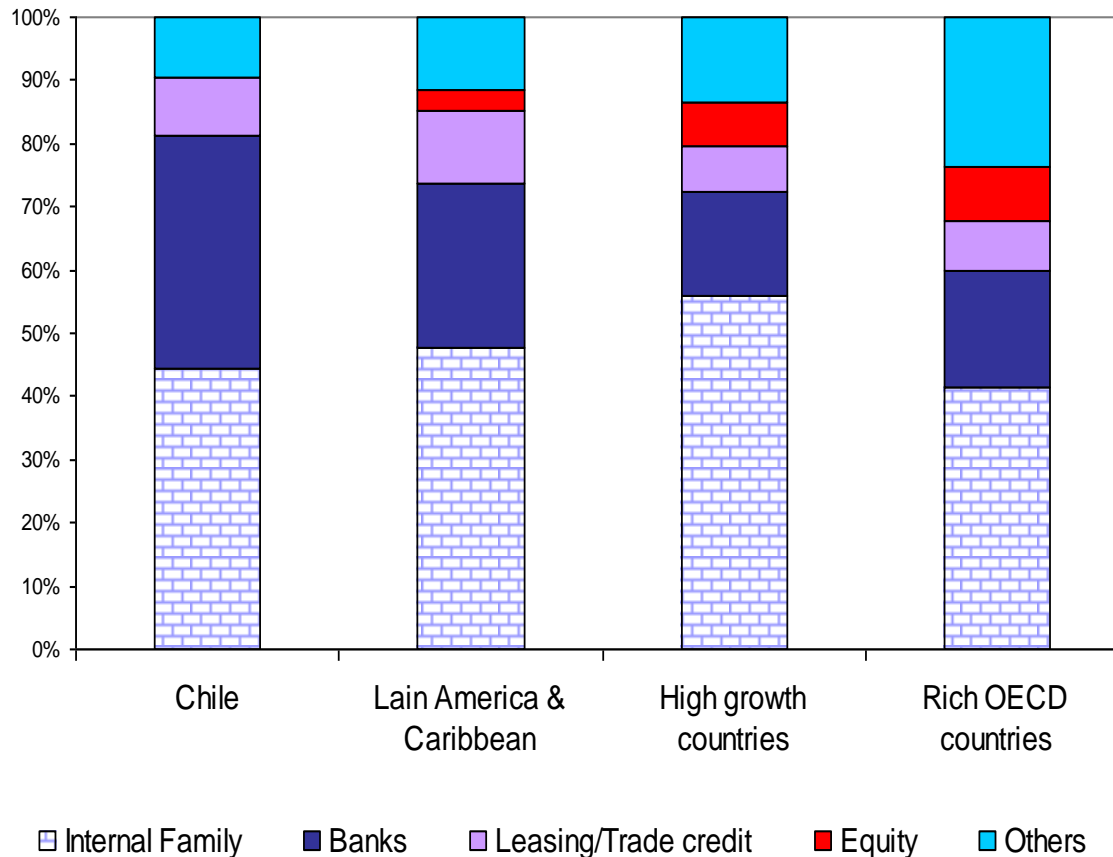
**Algunas diferencias en probabilidad promedio entre países  
... pero gran dispersión al interior de cada país.**

# Resultado 1: La Liquidez es baja. ¿Qué dice un precio?



# Resultado 2: Subutilización del mercado de capitales

Fuentes de Financiamiento de la Inversión



**En el contexto de una ralentización de la productividad en Chile, mejorar las condiciones de financiamiento (bancarización-acceso a mercado-completitud) para las empresas es crítico.**

**El mercado chileno está en condiciones de generar este avance.**

1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP



# 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:
  - 1) 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 de EE. UU.
    - Debilita el mercado por control corporativo
  - 2) Ilíquidez del mercado:
    - Menor demanda y oferta por información de emisores.



# Estructura Societaria en Chile

## 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 Economatrica

\*\* Data from 20-F ADR



# Estructura Societaria en Chile

- Alta presencia de grupos económicos (100, de acuerdo a la SVS). Estos controlan:
  - 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:
  - 1) Decisiones estratégicas del grupo se sobreponen con las de las empresas individuales.
  - 2) 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

**No se puede analizar el adecuado manejo de la información privilegiada sin considerar que se desarrollan *dentro* de grupos económicos.**

1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP



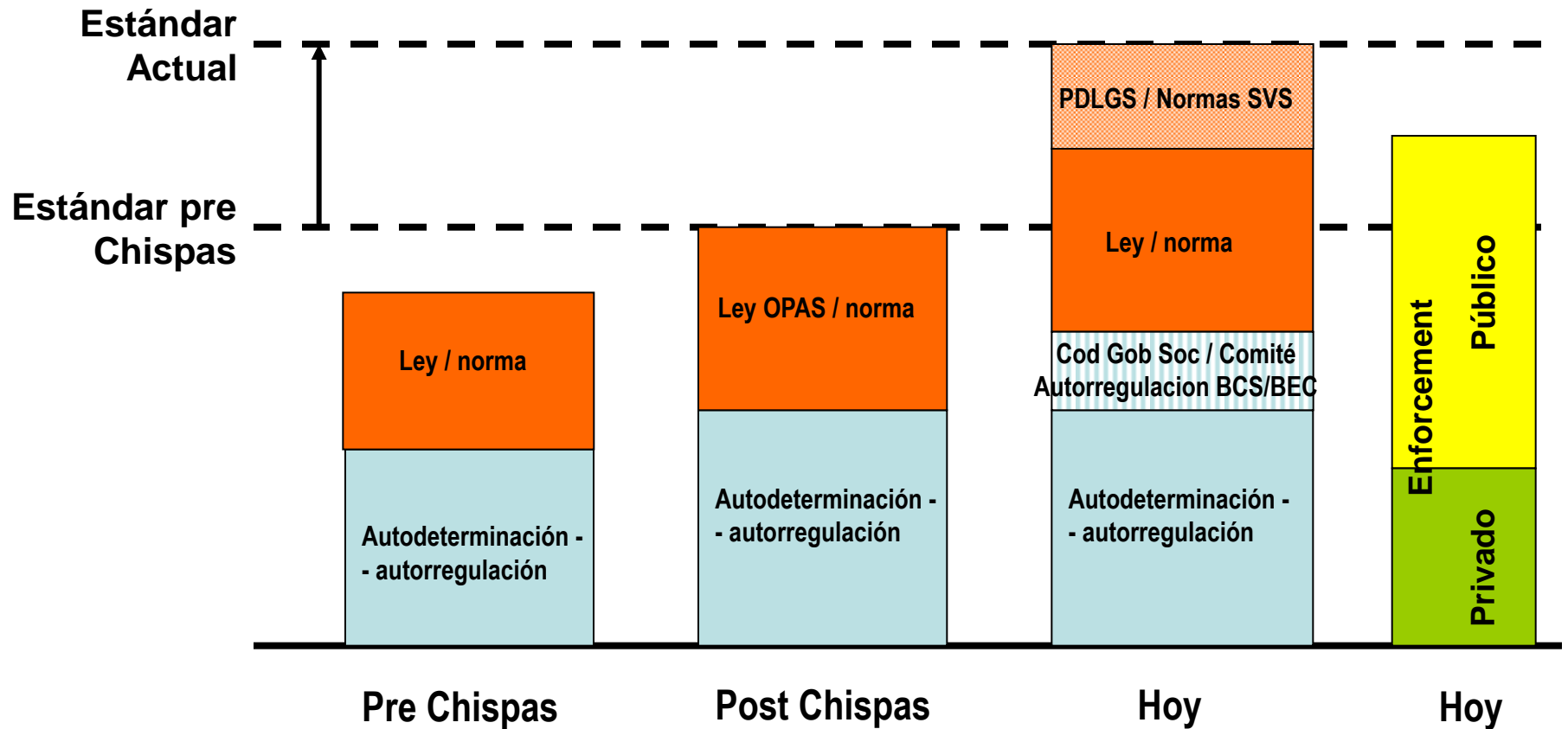
- Etica, un objetivo loable y siempre necesario
  - Si hubiera código ético compartido, costos de transacción serían menores.
  - Si cumple el código, imperaría la confianza, la economía funcionaría dúctilmente. A pequeña escala, puede ser...
- A nivel nacional, ética no basta
  - No hay código compartido, 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

# Problema: La referencia para las leyes financieras cambia

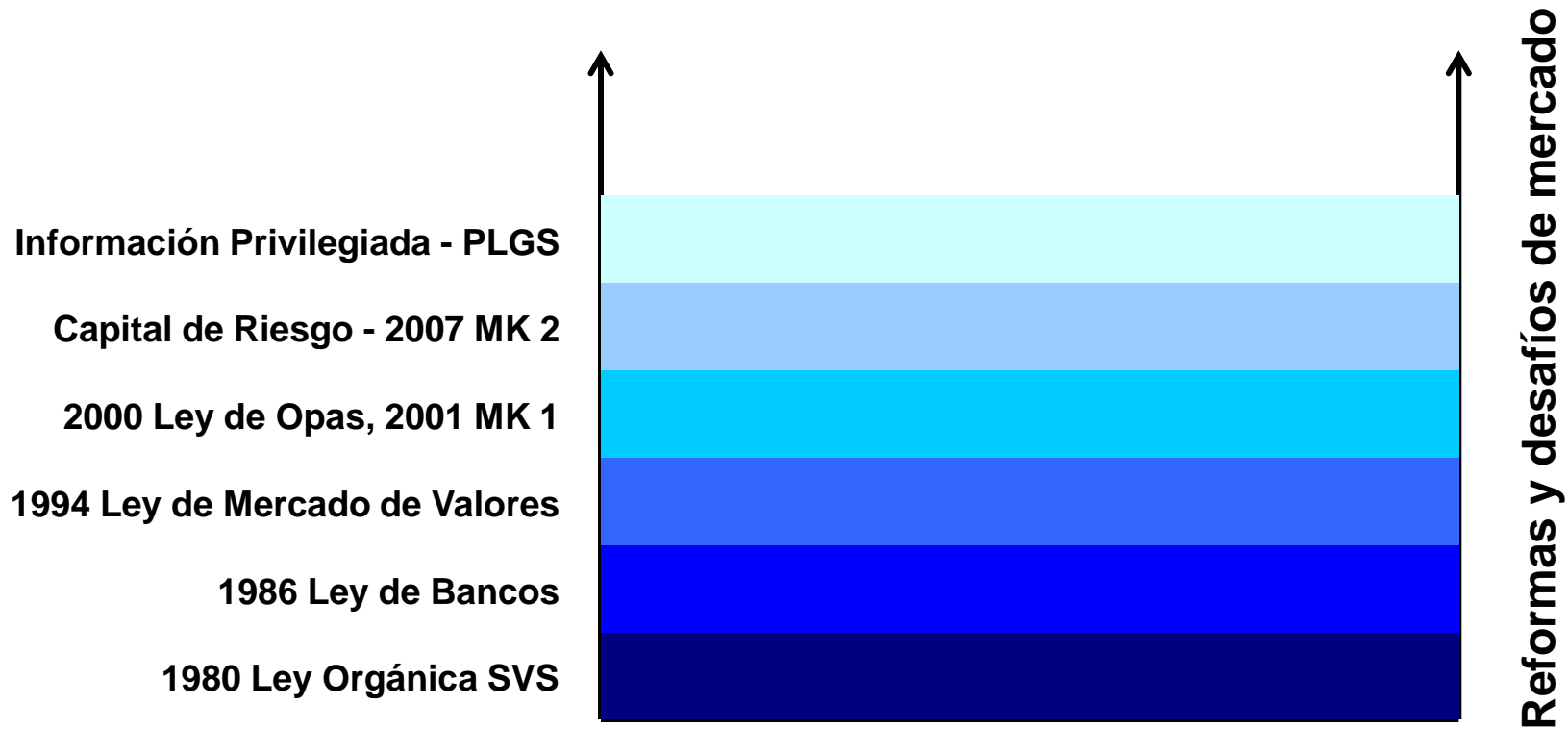


- Tres elementos hacen cambiar los parámetros contra los cuales evaluar si la legislación/normativa actual es o no adecuada:
  - Desarrollo
  - Complejidad del mercado
  - Integración internacional
- Mientras mayor el nivel de las variables anteriores, más suben los estándares que deben cumplir las leyes...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

# Implicancias de mayores estándares: caso información privilegiada



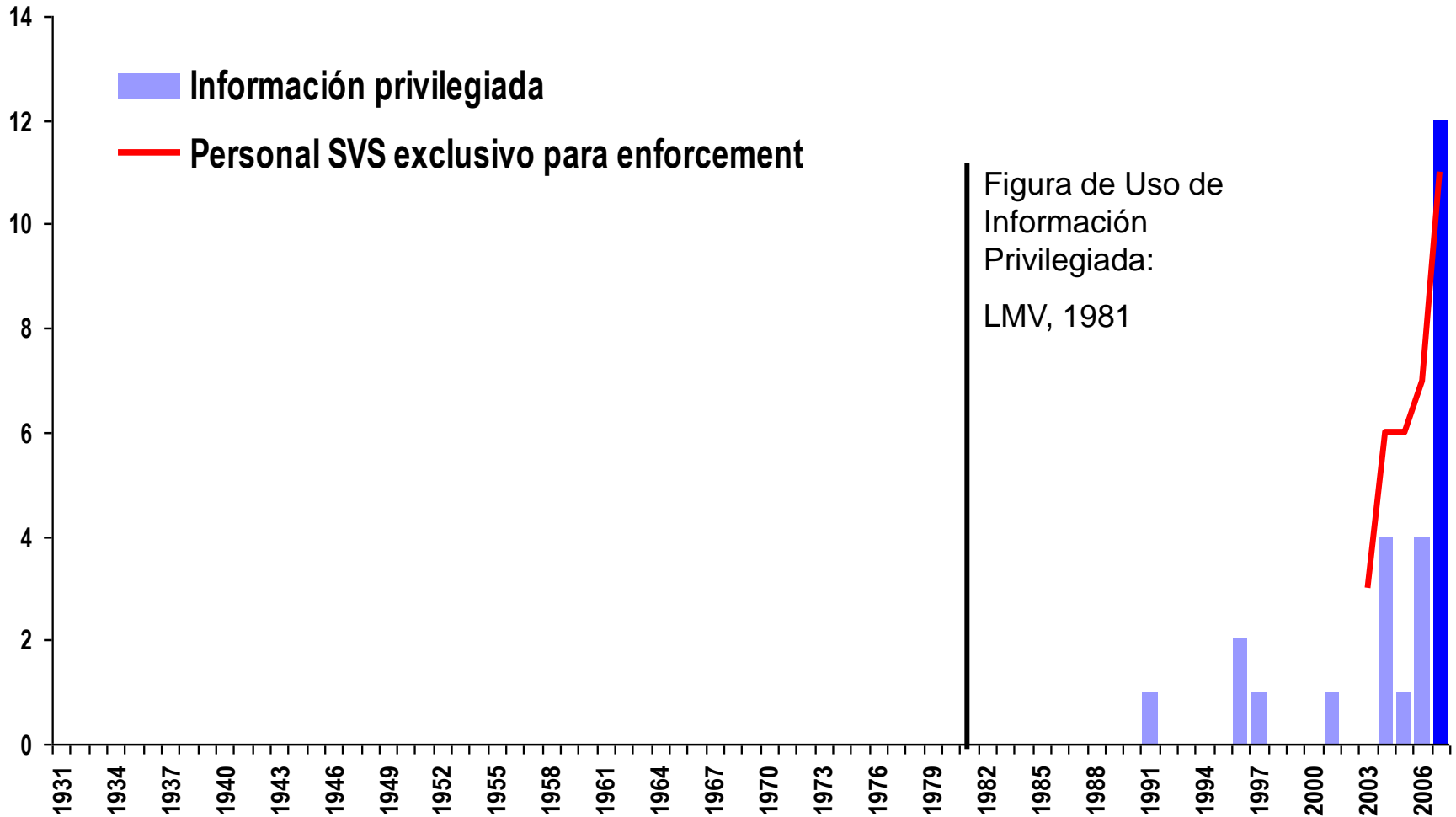
# La profundidad y complejidad creciente del mercado chileno: sube el nivel del agua...





1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP

# Historia de las sanciones por Uso de Información Privilegiada



# 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
<b>Mean</b>		<b>0.78</b>	<b>0.58</b>	<b>0.48</b>	<b>0.67</b>	<b>0.75</b>	<b>0.57</b>	<b>0.65</b>	<b>0.62</b>
<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)

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

<sup>a</sup>significant at 1%; <sup>b</sup>significant at 5%; and <sup>c</sup>significant at 10%.

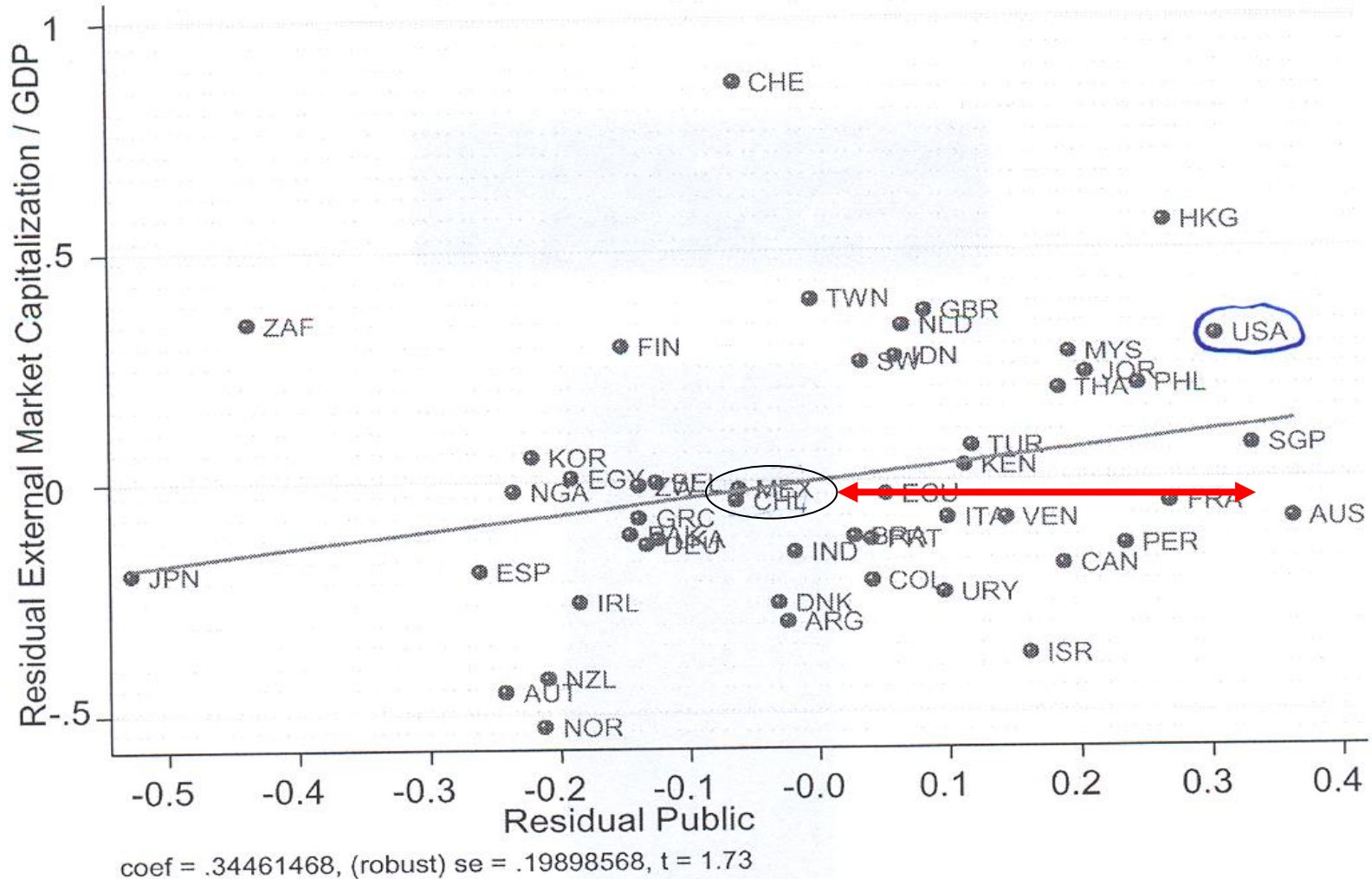


# Ejercicio del atajo: qué pasaría si Chile se convierte en EE.UU



22

*The Journal of Finance*





# Estimación simple de beneficios de mayor 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

1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP



## 1. Principios Generales de Gobierno Societario para Empresas Chilenas

- Buen avance, aunque pudo ser antes
- Gran desafío es que empresas adhieran a él: ¿un Índice de Precios Selectivos de Empresas con Buen Gobierno Societario (**IPSEBGS**)?

## 2. Bolsas

- Comité de autorregulación BCS/BEC es un buen avance
- Está pendiente avanzar más en sus atribuciones y capacidades autónomas
- Dos avances recientes de la BEC muy importantes:
  - entregar información al mercado sobre los precios de acciones antes y después de anuncios públicos
  - Creación del defensor del inversionista



1. El mercado de valores en Chile
2. Información y economía de mercado
3. Información privilegiada (IP) en Chile
4. IP y características societarias en Chile
5. IP y ética empresarial
6. IP y cumplimiento (enforcement)
7. IP y autorregulación
8. La SVS su rol respecto de IP

# Cambios normativos de la SVS



## 1. **NCG 30, Enero 2008**

- Hecho esencial: oportunidad, delegación, clarificación de objeto.
- Hecho reservado: envío electrónico, lista de personas informadas
- Información de interés: simultaneidad al mercado vía web

## 2. **NCG 211, Enero 2008 (plazo Junio 2008): Manual de Manejo de Información**

- Voceros
- Blackout
- Otras políticas respecto de información (de directivos, accionistas ppales.)

## 3. **Circulares 585 y 1003 : Informa transacciones de directores y ejecutivos y base de datos de personas relacionadas (lista para comentarios)**

- Plataforma tecnológica: Las personas deberán informar de sus transacciones personales y serán responsables de mantener actualizada la lista completa de personas y sociedades relacionadas.

## 4. **Reglas internas SVS: Manual de transacciones, Enero 2008**

- Norma interna para la compra y venta de valores de empleados de la SVS.

## 5. **Reforma organizacional a la SVS:**

## 6. **Educación al inversionista**

- Se reforzará la labor educativa de la SVS. Se creó la unidad de educación al inversionista.

1. La calidad, cantidad y oportunidad de la información al mercado es un tema de *primer nivel de importancia* para el desarrollo.
2. El gobierno societario tiene una responsabilidad social (no solo legal) en entregar información con esas características.
3. El desarrollo futuro del mercado en Chile, *su creciente masificación y su eventual internacionalización* requiere de mayor disciplina y profesionalismo en el manejo de información.
4. La SVS continuará sus esfuerzos para:
  - Crear conciencia del daño producido por quienes abusan de posiciones de privilegio informativo
  - Optimizar su proceso de investigación, formulación de cargos, proceso contradictorio y sancionador, de manera que haya, desde el punto de vista del público, una mayor cercanía entre delito y sanción
  - Seguir los casos hasta las últimas instancias que permita la Ley.

# Asimetrías de información: riesgos, desafíos, acción



**Guillermo Larrain Rios**  
Superintendente de Valores y Seguros

Santiago, 17 de Abril, 2008

Universidad de los Andes