FACULTAD ECONOMÍA Y NEGOCIOS
UNIVERSIDAD DE CHILE

Facultad de Economía y Negocios
Departamento de Administración

Estudio Complementario

Sobre las Operaciones Cuestionadas a Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa

UNIVERSIDAD DE CHILE

FACULTAD ECONOMÍA Y NEGOCIOS
UNIVERSIDAD DE CHILE

UNIVERSIDAD DE CHILE

Estudio Complementario

Sobre las Operaciones Cuestionadas a Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa

José A. Olivares
Ph.D. en Finanzas
University of Texas at Austin
Profesor Facultad de Economía y Negocios Universidad de Chile
Rut: 10.017.072-8

Segundo Informe de la Universidad de Chile
Respecto a la participación de LarraínVial en el Caso Cascadas
Facultad de Economía y Negocios

Anteriormente analizamos 17.000.000 operaciones bursátiles y algunos remates cuestionados por la SVS en el llamado caso Cascadas, y concluimos de LarraínVial que no presenta un comportamiento anómalo respecto del resto de los corredores o en relación con los títulos Norte Grande, Oro Blanco y Pampa Calichera, durante el período analizado y cuestionado.

Para complementar el informe citado, se nos ha solicitado corroborar o desvirtuar la afirmación contenida en el siguiente párrafo del oficio de cargos N° 69 de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS):

"Es así como, y si bien dichas transacciones se ajustaron formalmente a las normas que regulan dichos mecanismos bursátiles, aquéllas habrían sido estructuradas de manera de dar curso al esquema planificado, procurando que dichas operaciones se efectuaran entre determinadas partes concertadas, obstaculizando la posible intervención de terceros, de modo que ellas se pudieran realizar en los precios y condiciones en que finalmente tuvieron lugar. En efecto, si bien las operaciones del esquema realizadas por la intermediación de la corredora Larraín Vial se habrían ajustado formalmente a las normas que regulan las transacciones bursátiles descritas, éstas se habrían utilizado de manera de asegurar la ejecución y cierre de dichas transacciones bursátiles entre las partes que operaron"

I.- Análisis con información pública de quienes compraron y vendieron acciones de las sociedades Cascadas

Los cuadros 1 y 2, preparados con información pública obtenida del sitio web de la SVS (FECU trimestral), representan los cambios de propiedad trimestral de los 12 mayores accionistas de Oro Blanco y Pampa Calichera, títulos accionarios reprochados a LarraínVial por la SVS en el oficio de cargos antes mencionado:

Cuadro 1. Evolución de la propiedad de los 12 mayores accionistas de ORO BLANCO según Estados Financieros auditados presentados a la SVS

	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
INVERSIONES SQYA S.A.		0,4%	0,4%	0,4%												
NORTE GRANDE S.A.	79,4%	89,7%	89,7%	86,2%	86,8%	66,9%	75,7%	84,1%	82,7%	78,9%	77,7%	75,6%	75,5%	75,3%	75,4%	75,7%
AFP CAPITAL S.A.		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%		0,6%	1,2%	0,6%			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
AFP CUPRUM S.A.	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
AFP HABITAT S.A.						2,8%	2,4%	2,5%	3,0%	3,0%	3,4%	4,8%	5,1%	5,2%	5,1%	5,1%
AFP PROVIDA S.A.		0,5%	0,3%	0,4%	1,7%	2,3%	2,3%	1,6%	1,5%	4,5%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	1,3%							0,6%	0,8%	1,0%						
CHILE MARKET S.A. CORRED DE BOLSA	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%											
CORPBANCA CORREDORES DE BOLSA S.A.											0,9%					
MONEDA CORREDORES DE BOLSA LTDA.						1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
LARRAÍNVIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	3,2%		0,4%	3,6%		3,0%										
ALGINA INVERSIONES S.A.		0,4%	0,4%	0,4%												
BANCARD INVERSIONES LIMITADA					1,2%											
COMERCIAL MARCHIGUE S.A.		0,6%	0,6%	0,6%	0,6%											
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP										0,6%						
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, BOLSA DE VALORES	2,2%															
BOLSA ELECTRONICA DE CHILE, BOLSA DE VALORES									0,9%							
BLACK RIVER GLOBAL EQUITY LA LLC.	1,1%															
CIA.DE SEG.DE VIDA CONSORCIO NACIONAL DE SEGUROS											0,7%					
INVERSIONES DEL SUR LTDA.						13,0%	8,4%									
LEGG MASON FONDO DE INVERSION	0,6%	0,3%			0,4%											
MONEDA S.A. AFI	0,6%	0,3%	0,7%	0,6%						1,5%	1,5%	1,7%	1,7%	2,4%	2,4%	2,4%
WHITEWATER COMMODITY SELECT FUND LLC	0,9%															
Total 12 mayores accionistas (% propiedad)	92,4%	95,7%	96,0%	95,8%	94,2%	91,3%	92,5%	93,0%	92,5%	91,9%	91,0%	90,8%	91,0%	91,5%	91,7%	92,0%

Notas:

(i) El recuadro presenta el porcentaje de propiedad de los 12 mayores accionistas de Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A. al cierre de cada trimestre para el período entre los años 2008 y 2011.

(ii) Esta información pública figura en los Estados Financieros, auditados y debidamente presentados a la SVS, de Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A..

(iii) La propiedad de las Corredoras de Bolsa considera tanto la custodia de acciones de su cartera propia como la custodia de acciones de terceros.

(iv) Las posiciones de las AFP consideran la suma de las posiciones de sus fondos individuales correspondientes.

(v) La posición de "Moneda S.A. AFI" considera las posiciones de "Moneda S.A. AFI para Moneda Retorno Absoluto" y "Moneda S.A. AFI para Pionero Fdo. de Inversión".

(vi) El período entre Marzo-2009 y Diciembre-2010 corresponde al período reprochado a LarraínVial.

Cuadro 2. Evolución de la propiedad de los 12 mayores accionistas de CALICHERA según Estados Financieros auditados presentados a la SVS

	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11
INVERSIONES SQ S.A.													0,4%	0,4%	6,0%	
NORTE GRANDE S.A.													0,1%	2,2%	2,2%	
SOC. DE INVERSIONES ORO BLANCO S.A.	68,7%	83,2%	83,2%	83,2%	83,2%	77,3%	79,0%	83,1%	69,4%	75,3%	91,2%	93,7%	82,2%	85,8%	86,5%	88,5%
SOC.DE INVERSIONES PAMPA CALICHERA S.A.												0,3%				
POTASIOS DE CHILE S.A.																10,1%
AFP CUPRUM S.A.	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,4%											0,1%
AFP HABITAT S.A.		0,8%	0,4%	0,4%												
AFP PROVIDA S.A.		1,7%	1,6%	1,6%	1,4%	1,3%	1,5%	1,6%	1,0%							
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	1,6%				0,5%	1,7%	0,4%	1,7%	3,2%	3,7%	0,3%	0,2%	8,6%	3,3%	1,3%	0,1%
BCI CORREDOR DE BOLSA S.A.												0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,04%
BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S.A.										0,1%	0,1%					
CELFIN CAPITAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	0,6%	1,2%	0,5%	0,6%	0,7%	0,9%	0,5%	0,4%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%
NEGOCIOS Y VALORES S.A. CORRED DE BOLSA															0,1%	0,1%
CORP CAPITAL CORREDORES DE BOLSA S.A.								4,0%	5,6%	5,4%						
CORPBANCA CORREDORES DE BOLSA S.A.											0,1%		1,0%	0,5%		
EUROAMERICA CORREDORES DE BOLSA S.A.																0,04%
FIT RESEARCH CORREDORES DE BOLSA S.A.												0,1%				
LARRAÍNVIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	4,1%	4,4%	4,6%	5,0%	3,4%	6,7%	12,2%	0,6%	2,5%	0,3%	3,0%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%
SANTANDER INVESTMENT S.A CORR.DE BOLSA			1,2%													
SANTANDER S.A. CORREDORES DE BOLSA				1,2%	1,2%	3,3%	1,1%			3,6%						
VALORES SECURITY S.A. CORREDORES DE BOLSA																0,04%
ALGINA INVERSIONES S.A.										0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
AXXION S.A.	3,2%															
BANCARD INVERSIONES LIMITADA	4,3%															
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS											0,1%	0,1%				
SOC. DE INV. SANTA ISABEL LTDA.										0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA											0,1%					
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, BOLSA DE VALORES	1,0%	1,8%	1,4%	1,1%	1,0%	0,5%	0,3%	1,6%	2,9%	0,2%	0,1%	0,2%	1,6%	1,1%	1,6%	
BOLSA ELECTRONICA DE CHILE, BOLSA DE VALORES								3,1%	1,0%	9,5%	3,6%	3,6%	4,4%	4,8%	0,7%	
BETA FONDO DE INVERSION	0,9%															
INVERSIONES JAIPUR S.A.									3,4%	0,1%						
INV.SILVESTRE CORPORATION (CHILE) LTDA.					1,5%	1,5%	0,7%		7,2%							
LEGG MASON FONDO DE INVERSION	0,8%															
MONEDA S.A. AFI	4,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	1,4%	1,3%	1,2%	0,5%							
Total 12 mayores accionistas (% propiedad)	90,7%	94,7%	94,8%	94,7%	94,2%	94,5%	96,8%	97,2%	97,2%	98,8%	98,9%	99,0%	98,9%	98,9%	99,1%	99,4%

Notas:

(i) El recuadro presenta el porcentaje de propiedad de los 12 mayores accionistas de Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A. al cierre de cada trimestre para el período entre los años 2008 y 2011.

(ii) Esta información pública figura en los Estados Financieros, auditados y debidamente presentados a la SVS, de Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A..

(iii) La propiedad de las Corredoras de Bolsa considera tanto la custodia de acciones de su cartera propia como la custodia de acciones de terceros.

(iv) Las posiciones de las AFP consideran la suma de las posiciones de sus fondos individuales correspondientes.

(v) La posición de "Moneda S.A. AFI" considera las posiciones de "Moneda S.A. AFI para Colono Fdo. de Inversión" y "Moneda S.A. AFI para Pionero Fdo. de Inversión".

(vi) El período entre Marzo-2009 y Diciembre-2010 corresponde al período reprochado a LarraínVial.

Del análisis de esta información pública podemos concluir que:

1.- Durante el período comprendido entre marzo de 2009 y diciembre de 2010, la propiedad de Oro Blanco y Calichera estuvo altamente concentrada. De hecho sus 12 mayores accionistas representaban entre el 90% y 99% de su propiedad. Por lo tanto, no resulta extraño que las transacciones en dichos períodos se concentrasen entre un grupo reducido de accionistas, principalmente institucionales.

2.- El universo de inversionistas que intervino activamente en este período fue mayor al descrito por la SVS en su formulación de cargos. De hecho, queda en evidencia que los inversionistas institucionales operaron de manera significativa.

3.- Los inversionistas institucionales transaron vendiendo su participación en Pampa Calichera y concentraron sus inversiones en Oro Blanco en el período mencionado.

4.- Otros accionistas entran y salen del listado de los 12 mayores accionistas. Eso es prueba la masividad de transacciones que se realizan.

5.- La variación de las posiciones accionarias de otros corredores y LarraínVial en acciones Cascadas demuestra su normal comportamiento en relación a su rol de intermediario. No hay evidencia para aseverar que LarraínVial obstaculizó la participación de otros corredores, cuando la información de sus posiciones accionarias en sociedades Cascada demuestra que sí participaron. Prueba de ello es que LarrianVial inició el período con un 4,1% en Calichera (Cuadro 2) en el 2008, subiendo luego al 12,2% en el tercer trimestre de 2009, para descender fuertemente hacia el cuarto trimestre del 2011, hasta el 0,1%.

Otro corredor como BanChile logra mantener un 8,57% en el primer trimestre 2011 y termina con un 0,08% al final de ese año. Por su parte, Corp Capital logra adquirir un 5,63% en el primer trimestre del 2010. Santander Corredores de Bolsa adquiere en el segundo trimestre del 2010 el 3,6% de las acciones. Esta cifran muestran la dinámica de transacciones en el mercado, en donde cada uno de ellos transa libremente sus acciones en el mercado, sin que ellos lleguen a concentrar un 1% de las acciones al final del 2011. No es posible inferir que LarraínVial haya limitado el floating de la acción ya que mantiene una exigua participación del 0,14%. Otros corredores aumentaros sus participaciones cuando LarraínVial disminuyó la suya. Cada actor transó en el mercado libremente sus posiciones.

II.- Análisis de los mecanismos bursátiles usados por LarraínVial a la luz del cargo de que fueron usados obstaculizar la participación de terceros.

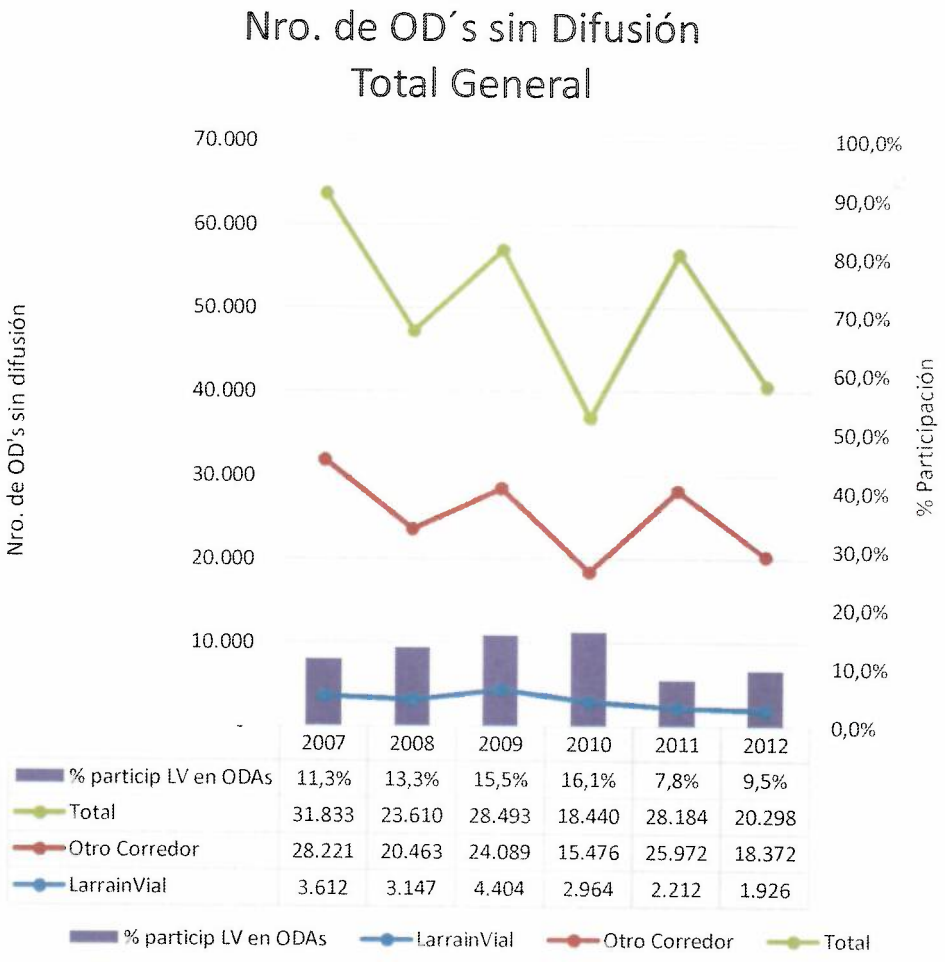
Los mecanismos bursátiles usados por LarraínVial en el periodo cuestionado son remates, ODs con difusión y ODA (ODs automáticas). Respecto del cargo de que se obstaculizó la participación de terceros, analizando los mecanismos bursátiles utilizados, podemos concluir que tanto remates como ODs con difusión son desafiables, y de hecho lo fueron. Para ilustrar nuestra afirmación citaremos ejemplos para ambos casos, que surgen del análisis de las operaciones cuestionadas por el regulador:

1.- Puja en remate en un solo lote. El 15 de mayo de 2009, LarraínVial inscribió un remate de 126 millones de acciones de Calichera a $ 545, que fue desafiado en 38 ocasiones por Celfin Capital. Conforme a la instrucción entregada por sus clientes, LarraínVial defendió la transacción mediante el aumento de precio de su postura, la cual fue seguida en varias ocasiones por aumentos de precio de la postura de Celfin Capital. Finalmente, LarraínVial se adjudicó el remate a $ 576,1, a un precio superior al precio de inscripción en un 5,7%. En este caso claramente hubo puja.

2.- Puja en remate en un solo lote. El 9 de junio de 2009, LarraínVial inscribió un remate de 18,5 mil millones de acciones de Oro Blanco a $ 6,746, que fue desafiado en 50 ocasiones por Celfin Capital. Conforme a la instrucción entregada por sus clientes, LarraínVial defendió la transacción mediante el aumento de precio de su postura, la cual fue seguida en varias ocasiones por aumento de precio de la postura de Celfin Capital. Finalmente, LarraínVial se adjudicó el remate a $ 7,92, a un precio superior al precio de inscripción en un 17,88%. En este caso claramente hubo puja.

3.- Puja en OD con difusión. El 23 de diciembre del 2010, se generó una disputa entre LarraínVial y Celfin Capital por las Operaciones Directas con difusión de 3 minutos inscritas por LarraínVial por 2.500.000 acciones de SQM-A. Celfin disputó e intervino en 37 oportunidades tratando de comprar acciones listadas por LarraínVial. Por ser una OD con difusión y en cumplimiento con la norma de carácter general N° 131, del 2002, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, LarraínVial —conforme a la instrucción dada por su cliente— defendió la transacción mediante el aumento del precio de su postura, la cual fue seguida en varias ocasiones por el aumento de precio en la postura de Celfin Capital, determinando que, finalmente, el precio de cierre de ese día se haya incrementado en un 7% respecto del precio de apertura. Las operaciones partieron a $ 26.000, precio similar al día anterior, y cerró el día a $ 27.800. Así, el precio de mercado se fijó con la puja entre LarraínVial y Celfin Capital.
Una OD con difusión opera en los hechos como remate y permite interferencia.

Respecto de las ODAs, la participación de LarraínVial en este tipo de operaciones entre 2007 y 2012 está entre el 9,5% y 16,15%, cifras que contrastan con la participación de mercado de LarraínVial cercana a un 20%. Esto quiere decir que LarraínVial efectuó menos ODAs que el resto de los corredores de bolsa (Cuadro 3). Nuestro análisis de las ODAs ha confirmado que todos los precios de las transacciones fueron realizados a precios de mercado.



	2007	2008	2009	2010	2011	2012
% particip LV en ODAs	11,3%	13,3%	15,5%	16,1%	7,8%	9,5%
Total	31.833	23.610	28.493	18.440	28.184	20.298
Otro Corredor	28.221	20.463	24.089	15.476	25.972	18.372
LarrainVial	3.612	3.147	4.404	2.964	2.212	1.926

En conclusión,

Los remates en un solo lote y las Ordenes Directas con difusión no obstaculizarían la participación de terceros ni serían eficaces para asegurar la ejecución y cierre de transacciones entre partes determinadas. De hecho, muchos de los remates objetados a LarraínVial fueron disputados por otros corredores de bolsa, haciendo prevalecer el precio más alto. Por esta razón, las operaciones de LarraínVial no debieran ser reprochables.

Por lo anterior, no existe evidencia de que en las operaciones mencionadas, las herramientas bursátiles empleadas por LarraínVial hayan constituido un instrumento para obstaculizar la participación de terceros en ellas.

Santiago, Agosto 2014.