Presentación Workshop sobre el mercado de control de empresas

Valencia, 26 septiembre 2008

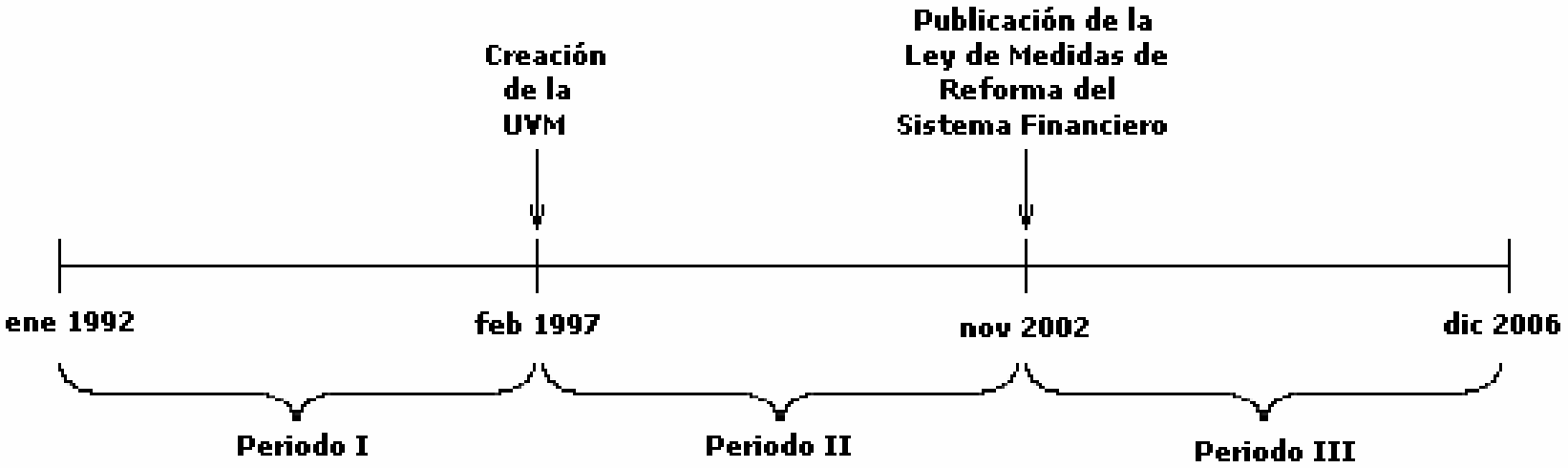
ANÁLISIS DE LOS MOVIMIENTOS EN LOS PRECIOS PREVIOS A LOS ANUNCIOS DE OPAS

Mª Victoria Villanueva Fresán

Monografía nº 23 CNMV, Julio 2007

Objetivo

Analizar la evolución de los precios de una empresa opada antes del anuncio de opa



CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

¿Por qué la creación de la UVM debe afectar al uso de información privilegiada?

Equipo (humano y técnico) cualificado que permita detectar más casos

↓

Cabría esperar que provocara replantearse usar información privilegiada

Aunque es necesario que vean que realmente se está detectando y sancionando

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

¿Por qué la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero debe afectar al uso de información privilegiada?

- Extiende la definición de información privilegiada a derivados ➔ Amplía tipo de instrumento sancionable
- Enfatiza en qué tipo de información hay que comunicar
- Comunicar la información de forma precisa y lo antes posible ➔ Reduce el tiempo en el que la información es conocida sólo por los indiciados
- Cambios organizativos contra filtraciones de información ➔ Menor número de casos de información privilegiada y menor círculo de personas involucradas
- Elaborar y mantener actualizada una lista con los valores sobre los que hay información, las personas y fechas

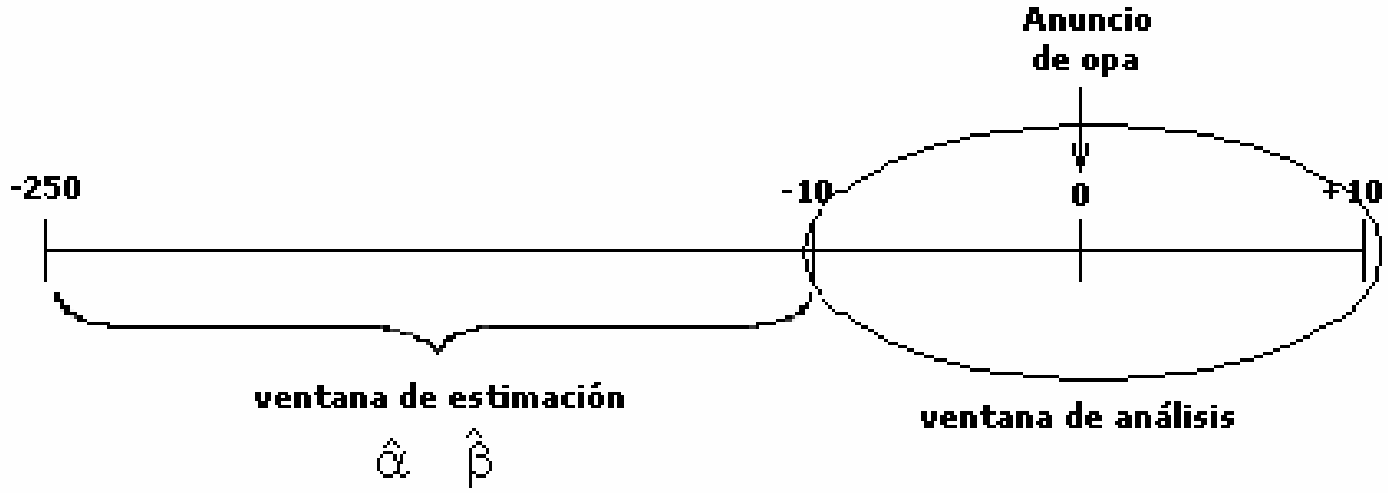
Muestra

	Total de opas analizadas		Según tipo de opa		Según signo de la opa	
	Número	% s/ total del periodo	Opas de exclusión	Otras opas	Noticia positiva	Noticia negativa
Periodo I	37	32,7%	4	33	23	14
Periodo II	53	58,2%	15	38	42	11
Periodo III	42	71,2%	7	35	35	7
TOTAL	132	50,2%	26	106	100	32

Metodología general: Estudios de sucesos

Rendimiento anormal: $AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$

siendo: $E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{m,t}$



Rendimiento anormal acumulado entre la sesión τ1 y τ2:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,t}$$

Posibles situaciones

	Movimientos anormales en los precios	Uso de información privilegiada	Analizado en este trabajo
Situación 1	NO	SÍ	NO
Situación 2	SÍ	NO	SÍ
Situación 3	SÍ	SÍ	SÍ

Análisis realizados

1. Contrastes basados en los rendimientos anormales y sus acumulados

- Modelo teórico
- Resultados

2. Anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios

- Modelo teórico
- Resultados

1. Contrastes basados en los rendimientos anormales y sus acumulados. Modelo teórico

$ZSAR_t$: Rendimientos anormales corregidos por su desviación típica para el total de la muestra en la sesión t.

$H_0: ZSAR_t = 0$

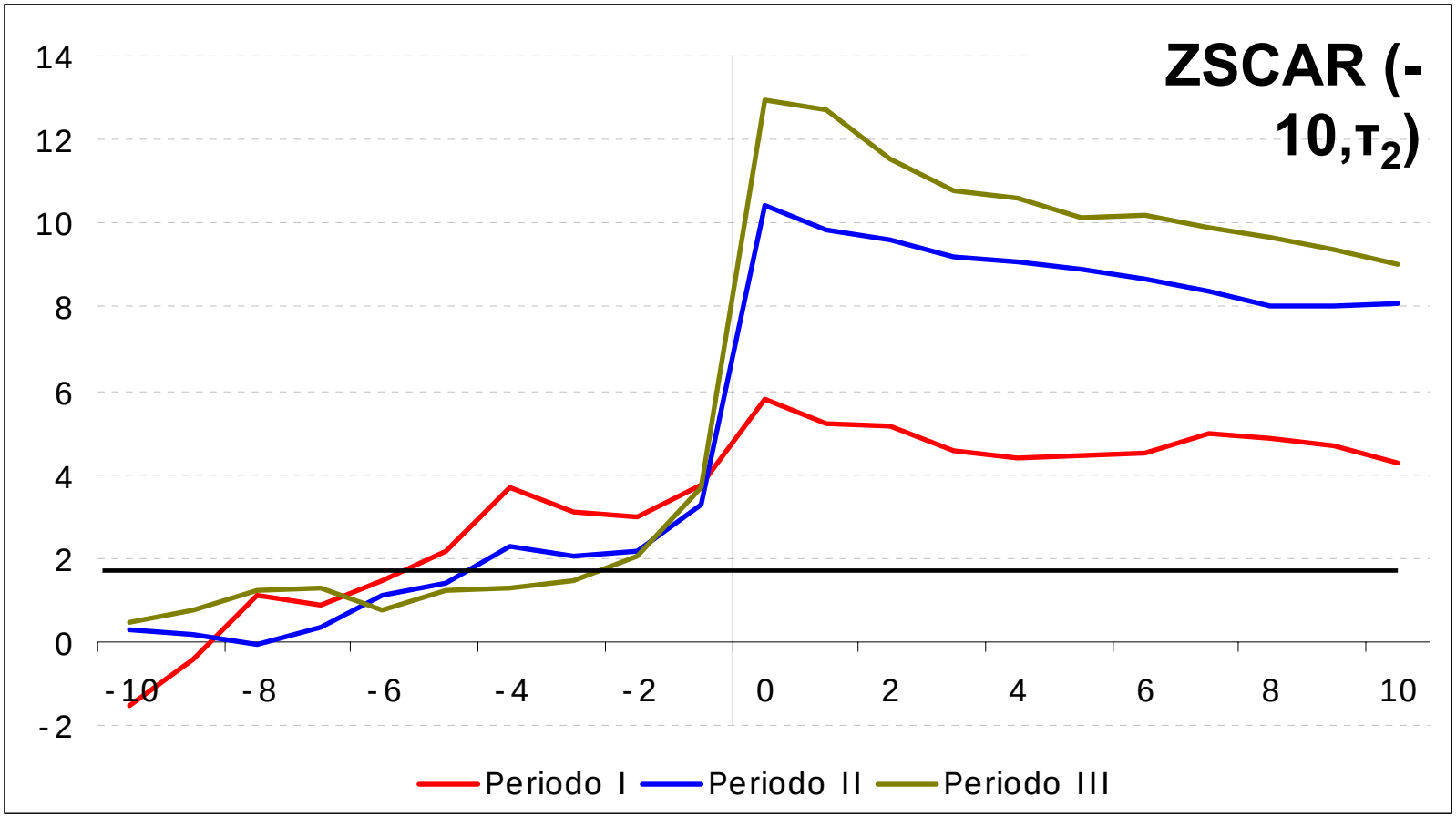
$H_1: ZSAR_t \neq 0$

$ZSCAR(\tau_1,\tau_2)$: Rendimientos anormales acumulados entre la sesión τ_1 y τ_2 corregidos por su desviación típica para el total de la muestra.

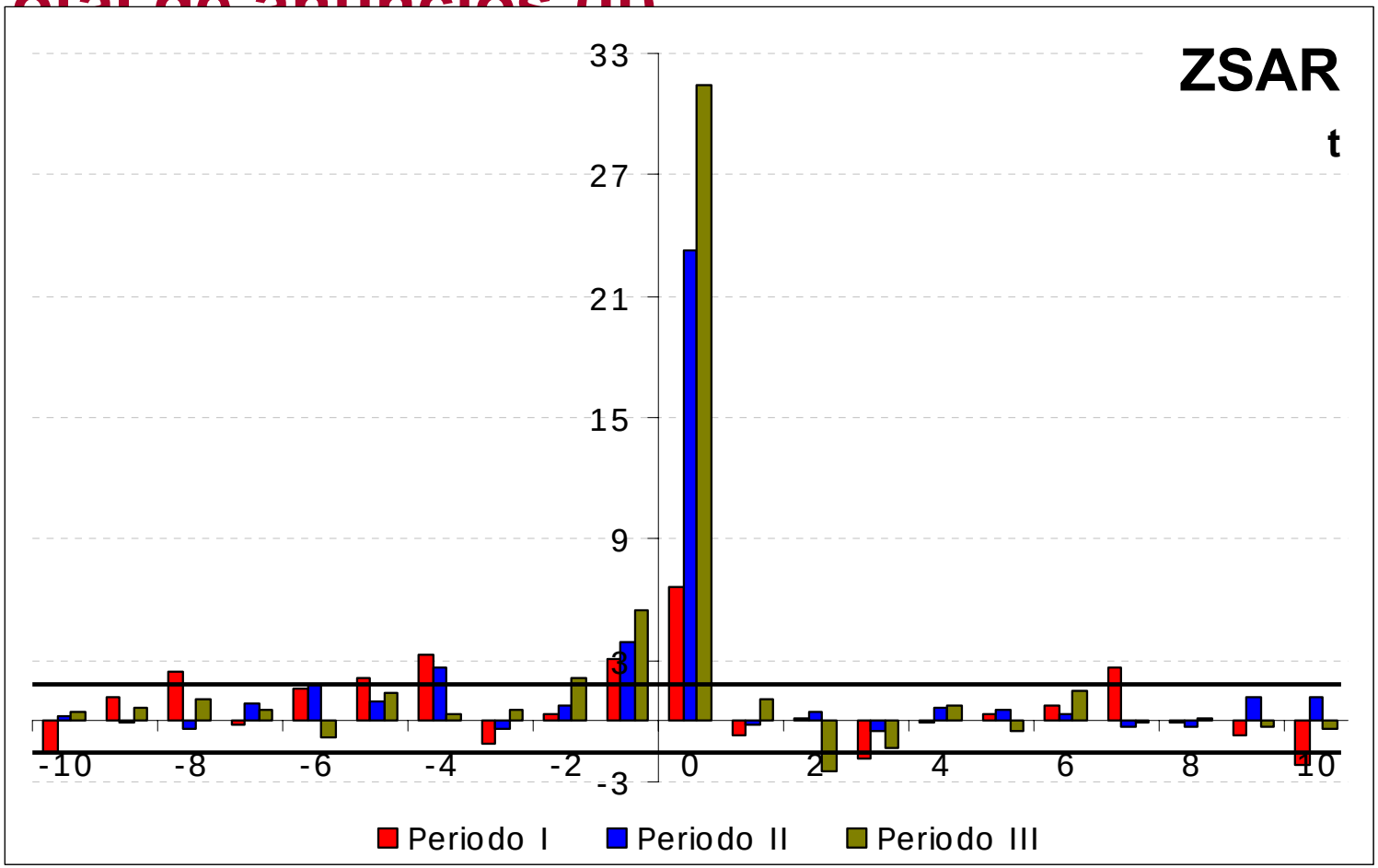
$H_0: ZSCAR(\tau_1,\tau_2) = 0$

$H_1: ZSCAR(\tau_1,\tau_2) \neq 0$

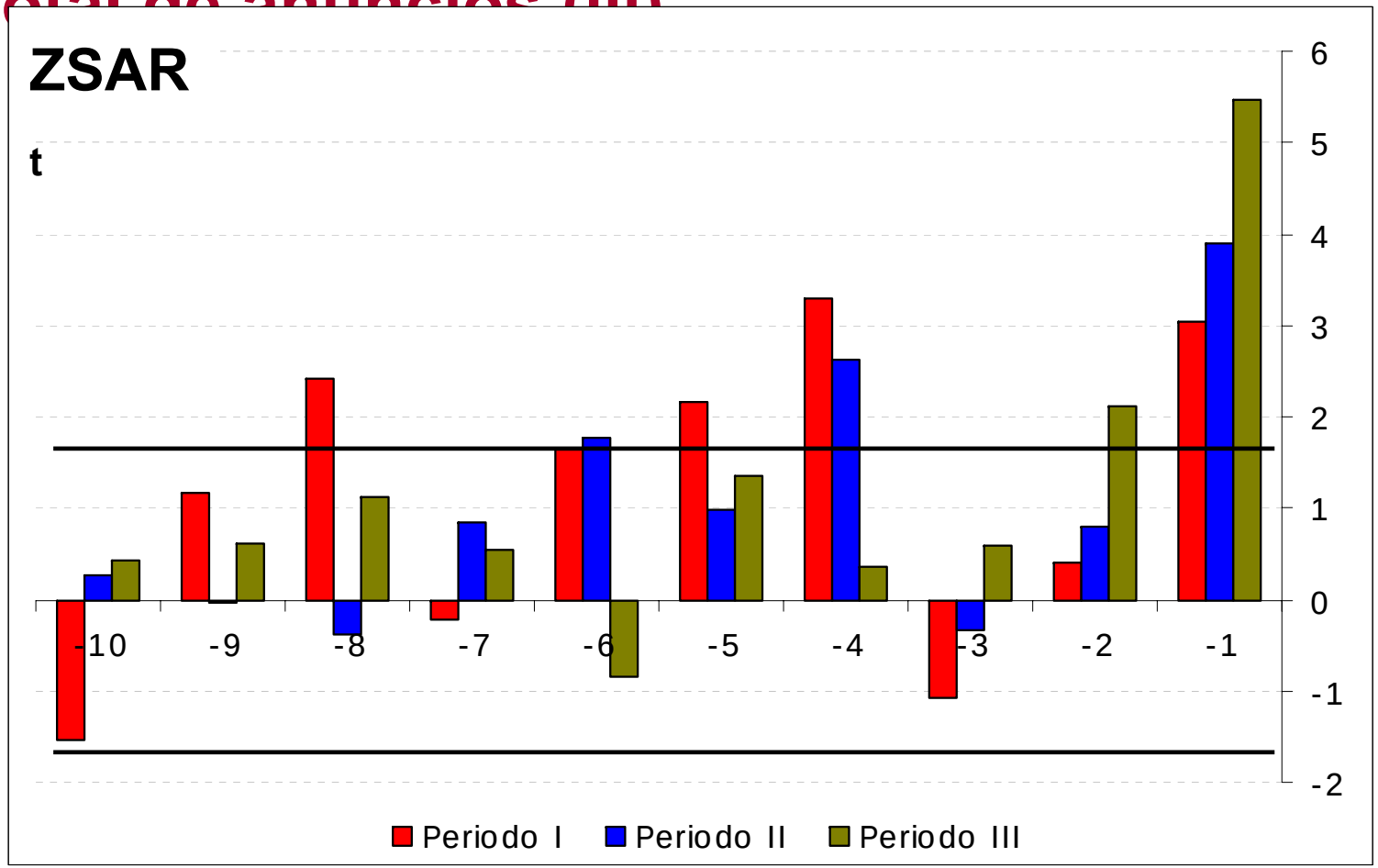
1. Contrastes basados en los rendimientos anormales y sus acumulados. Resultados. Total de anuncios (i)



1. Contrastes basados en los rendimientos anormales y sus acumulados. Resultados. Total de anuncios (ii)



1. Contrastes basados en los rendimientos anormales y sus acumulados. Resultados. Total de anuncios (iii)



1. Contrastes basados en los rendimientos anormales y sus acumulados. Resultados. Total de anuncios (iv)

- A lo largo del tiempo, el efecto de una opa en los mercados de valores es más importante, siendo el mayor impacto en t=0.

- Tras el impacto inicial, el precio se corrige. La corrección es mayor a lo largo del tiempo.

- Retraso en los movimientos de los precios previo al anuncio de una opa: periodo I: sesión -8
  periodo II: sesión -6
  periodo III: sesión -2

1. Contrastes basados en los rendimientos anormales y sus acumulados. Resultados. Total de anuncios (v)

- Aunque se retrasa la anticipación, el efecto es cada vez más grande.

  Puede deberse a que en los últimos años:
  - Mayor liquidez
  - Mayor eficiencia en la regulación preventiva → Más tarde fugas de información

- Mismos resultados para: Otras opas
  Opas positivas

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

2. Anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios. Modelo teórico (i)

Anuncio significativo: Aquel cuyo CAR_i (-2,+1) sea tan grande que probabilidad que se dé como variación aleatoria sea un 1%

IPM: "Movimiento de los precios con información"

- Anuncio significativo
- Cuyo CAR_i (-2,-1) sea tan grande que probabilidad que se dé como variación aleatoria sea un 10%
- Signo CAR_i (-2,-1) = Signo CAR_i (-2,+1)

Mismo análisis para CAR_i (-5,-1) y CAR_i (-5,+1)

2. Anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios. Modelo teórico (ii)

$$\text{Medida} = \frac{\text{Número de IPM}}{\text{Número de anuncios significativos}}$$

$$\text{Medida 1} = \frac{\text{Número de IPM} - \text{IPM "falsos"}}{\text{Número de anuncios significativos} - \text{Anuncios significativos "falsos"}}$$

$$\text{Medida 2} = \frac{\text{Número de IPM} - \text{IPM "falsos" sin información privilegiada}}{\text{Número de anuncios significativos} - \text{Anuncios significativos "falsos"}}$$

2. Anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios. Resultados (i)

Periodo de análisis: (-2,+1)

	Medida	Cambio	Medida 1	Cambio	Medida 2	Cambio
Periodo I	50,0%		48,3%		43,0%	
Periodo II	16,7%	-33,3%	14,1%	-34,2%	6,8%	-36,2%
Periodo III	45,0%	+28,3%	46,8%	+32,7%	39,2%	32,4%

2. Anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios. Resultados (ii)

Periodo de análisis: (-5,+1)

	Medida	Cambio	Medida 1	Cambio	Medida 2	Cambio
Periodo I	57,1%		54,7%		48,9%	
Periodo II	25,0%	-32,1%	21,9%	-32,8%	15,3%	-33,6%
Periodo III	25,0%	0,0%	22,6%	+0,7%	16,7%	+1,3%

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

2. Anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios. Resultados (iii)

- **Número de anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios previo al anuncio de una opa:** periodo I: 43 - 49%; periodo II: 7 - 15%; periodo III: 39 - 17%

- **Creación de la UVM (1997): Efecto positivo en el mercado**

- **Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (2002): No efecto positivo en el mercado:**
  - **Efecto negativo: Si en cuenta 2 sesiones previas**
  - **Efecto nulo: Si en cuenta 5 sesiones previas**

Conclusiones

- **Existen movimientos previos a anuncios de opa.**

Posible origen:

  - Uso de información privilegiada
  - Uso de información no pública (rumores, fugas)

- **Cada vez los movimientos son más tardíos. Posible explicación:**

  - Mayor liquidez
  - Mayor eficiencia en la regulación preventiva → Más tarde fugas de información

- **Creación de la UVM (1997) → ↓ movimientos previos a anuncios significativos**

- **Publicación Ley de 2002 → No movimientos**