

## **DIVULGACIÓN OBLIGATORIA Y LA PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS**

**Frank H. Easterbrook\***

**Daniel R. Fischel\*\***

Una de las áreas del derecho en el que la desregulación parece no tener cabida es precisamente el área del mercado de valores. Sin embargo, en el presente artículo, dos prestigiosos profesores de la Universidad de Chicago nos demuestran cómo.

---

\* Profesor de Derecho, Universidad de Chicago  
\*\* Profesor de Derecho, Universidad de Chicago

El «*Securities Act*» de 1933 y la «*Securities Exchange Act*» de 1934 han escapado del destino de muchas otras normas que forman parte del Programa del Estado de Bienestar. Algunas de dichas normas, como la «*National Industrial Recovery Act*», se declararon inconstitucionales; otras tales como la «*Robinson-Patman Act*», han caído en desuso; mientras otras, como la legislación de Seguridad Social han sido tantas veces modificadas que hoy resultan irreconocibles para sus creadores. Muchas de las normas del Programa del Estado de Bienestar perdieron apoyo político y fueron reemplazadas por la desregulación; los temas de comunicaciones y transporte son los principales ejemplos.

La regulación del mercado de valores, sin embargo, ha mantenido no sólo su apoyo sino también su estructura. Dicha regulación ha tenido y sigue teniendo dos componentes básicos: una prohibición contra el fraude y

requisitos de revelación de información en la emisión de valores y posteriormente, revelación obligatoria de manera periódica. Las notorias complejidades de los valores surgen de definir los detalles de la revelación de información y acertar qué transacciones son cubiertas por los requisitos de dicha revelación.

Para mayor seguridad, la SEC ocasionalmente usa la rúbrica de «revelación» para afectar lo sustancial, como cuando demanda que los *insiders* no realicen operaciones sin hacer las «revelaciones» que harían injustificado su negocio, o como cuando requieren que un negocio privado «revele» que el precio es «justo» y como cuando insiste en que el precio de matrícula acelerada de un prospecto «revele» que los directores no serán indemnizados con toda seguridad por algunos errores.

También, algunas enmiendas, tales como las provisiones de la «*Williams Act*» en ofertas públicas, tienen consecuencias sustantivas. Aunque varios de estos aspectos son importantes<sup>1</sup>, ellos no son los componentes principales de la regulación. El principio que domina la regulación del mercado de valores es que cualquiera que esté dispuesto a revelar cosas correctas, puede vender o comprar cualquier cosa y a cualquier precio que el mercado indique.

¿Por qué han sobrevivido las leyes? Quienes decretaron estas normas afirmaron que eran necesarias para eliminar el fraude del mercado y asegurar a los inversionistas la posibilidad de recibir las ganancias esperadas; de otra manera, la gente retiraría su inversión y la economía se estancaría<sup>2</sup>. Esta explicación parecía especialmente apremiante en 1933, por los fraudes que precedieron a la Depresión y la gran disminución de inversión. En esta historia de interés público, los intereses a los que sirvieron las leyes son los mismos que en aquel entonces, de modo que dichas leyes han mantenido su estructura beneficiosa.

---

El presente artículo fue publicado en *Virginia Law Review*. 70 Va. L. Rev. 669, 1984, bajo el título «*Mandatory Disclosure and the Protection for Investors*». La traducción fue realizada por Alejandro Manayalle, Mirella Miranda y Elva Morán.

<sup>1</sup> Nosotros hemos criticado parte de esta regulación en muchas ocasiones. Ver: CARLTON, Dennis y Daniel FISCHER. «The Regulation of Insider Trading» *Stan. L. Rev.* No. 35. p. 857, 1983; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. «Corporate Control Transactions», *Yale L.J.* No. 91. pp. 698, 728-31 & n.83, 1982; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. «Auctions and Sunk Costs in Tender Offers», *Stan. L. Rev.* No. 35. p. 1, 1982; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. «Voting in Corporate Law» *J.L. & Econ.* No. 26. pp. 395, 418-426, 1983; FISCHER, Daniel. «Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers» *Tex. L. Rev.* No. 57. p. 1. 1978. Ver también: EASTERBROOK, Frank y Gregg JARRELL. «Separate Statement» in SEC Advisory Committee of Tender Offers, Report of Recommendations pp. 70-106, 1983. Ver también: EASTERBROOK, Frank. «Insider Trading as an Agency Problem», En: *The Agency Relationship* - J. Pratt & R. Zeckhauser eds., 1984.

<sup>2</sup> Para un recuento de declaraciones públicas por quienes hicieron lobby para estas normas y de los eventos que citaron para argumentar la necesidad de la regulación, ver: SELIGMAN, Joel. «The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance». 1982.

Ningún académico debería sentirse cómodo con esta sencilla historia. En 1933, el fraude era ilegal en cada estado de los Estados Unidos. No necesitábamos una ley federal para penalizar la mentira y el engaño. El fraude en la prestación del servicio de educación es más importante para la mayoría de la gente de clase media (los supuestos beneficiarios de las normas de mercado de valores) que el fraude en la venta de valores. Estas personas tienen una porción más grande de su riqueza invertida en capital humano que en las acciones que cotizan en bolsa. Sin embargo, no existen leyes federales que regulen la educación. Hubo muchos fraudes en el mercado de valores antes de 1933, y han habido muchos desde entonces. Los fraudes de «*The Investors Overseas Services*», «*National Student Marketing*», «*Equity Funding*» y «*OPM Leasing*», de la década pasada, son tan espectaculares como los fraudes de la década de 1920.

El reconocimiento moderno, con respaldo empírico, de que mucha legislación es el resultado de la interacción de grupos de presión -y que sólo por casualidad las leyes que obedecen a determinados grupos de interés sirven al interés del público- sugiere otra hipótesis<sup>3</sup>. La legislación del mercado de valores se puede diseñar para proteger intereses especiales a costa de los inversionistas.

Las normas del mercado de valores poseen muchas de las características de la legislación clásica de grupos de interés. Las normas existentes otorgan a los emisores más grandes mayores posibilidades, porque muchos de los costos de la revelación de información son los mismos sin importar el tamaño de la empresa o el monto de la oferta. Así, las empresas más grandes o más viejas encaran costos de flotación por dólar más bajos de los

que encaran los emisores más pequeños. Las normas también ayudan a los bancos de inversión existentes, mientras que las empresas auditoras obtienen una ventaja porque adquieren pericia y porque sus rivales no pueden competir ofreciendo productos diferenciados<sup>4</sup>. La generalización de las normas de revelación de información reduce el número de caminos a seguir para el mercado e insiste en que todas las empresas otorguen a los inversionistas «lo mejor,» así como la regulación aérea suprimió las estrategias de reducción de precios de los tickets aéreos.

Hay muchos abogados especialistas en mercado de valores, mientras que existen otros profesionales del mercado que dependen de las complejidades de la ley para determinar sus ingresos. A pesar de que pueda haber demasiados miembros dentro de estos grupos favorecidos (grandes emisores, bancos de inversión, etc.) como para cobrar precios monopólicos, estos miembros sufrirían pérdidas inesperadas si la regulación existente fuera derogada. Por ello, los miembros de estos grupos favorecidos cuentan con estímulos necesarios para defender el «*status quo*» sobre la base de grupos de interés<sup>5</sup>. Y si las pérdidas originadas por la regulación existente se esparcen en un número grande de gente, es decir, entre inversionistas individuales, cada uno de los cuales se beneficiaría sólo levemente por la desregulación; la regulación actual podría sobrevivir aunque reduzca el bienestar social.

Desgraciadamente, nadie sabe por qué algunas partes de la legislación se decretan y sobreviven mientras que con otras no sucede lo mismo. La explicación de los grupos de interés, que quizás justifique la legislación del mercado de valores, podría explicar también la regulación aérea y de transporte terrestre

<sup>3</sup> Sobre la perspectiva de grupos de interés, ver: PELTZMAN, Sam. «Toward a More General Theory of Regulation» J.L. & Econ. No. 19. p. 211. 1976; POSNER, Richard. «Taxation by Regulation» Bell J. Econ. & Mgt. Sci. No. 2. p. 22. 1971; STIGLER, George. «The Theory of Economic Regulation» Bell J. Econ. & Mgt. Sci. No. 2. p. 3. 1971, revisado y reimpresso en STIGLER, George. «The Citizen and the State: Essays on Regulation». 1975. Ver también: BECKER, Gary. «A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence». Q.J. Econ. No. 98. p. 371. 1983.

<sup>4</sup> Henry Manne enfatizó estos dos puntos en lo que es seguramente la más comprensible y pensada crítica a la legislación de mercado de valores, desde una perspectiva económica. MANNE, Henry. «Economic Aspects of Required Disclosure under Federal Securities Laws». En: Wall Street in Transition pp. 23, 31-40. H. Manne & E. Solomon eds., 1974. Ver también: KRIPKE, Homer. «The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose». 1979; BENSTON, George. «The Effectiveness and Effects of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». En: Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities 23. H. Manne ed., 1969; ROSS, Stephen. «Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signalling Theory». En: Issues in Financial Regulation 177. F. Edwards ed., 1979; WOLFSON, A. «Critique of the Securities and Exchange Commission». Emory L.J. No. 30. p. 119. 1981.

<sup>5</sup> Algunas partes de la legislación de mercado de valores tenían un evidente apoyo de grupos de interés. La primera de ellas es la regulación de transacciones, la misma que hasta 1975 permitió a la SEC percatarse de la existencia de un cartel de brokers. No estudiaremos estas partes, aunque es concebible que la regulación del mercado de valores esté relacionada con la regulación de las inversiones en el sentido en el que el *enforcement* de la SEC al cartel fue el precio político para obtener la regulación de la inversión. Ver: JARRELL. «Change at the Exchange: The Causes and Effects of Deregulation» J.L. & Econ. No. 27. 1984.

de carga; sin embargo, estos sistemas han sido casi derogados. Quizás la legislación del mercado de valores haya sobrevivido porque no es predominantemente legislación de grupos de interés. Pero es peligroso equiparar la sobrevivencia de la legislación con el interés público. El tabaco y la leche, por ejemplo, han sobrevivido a pesar del énfasis reciente en la desregulación. Pocos podrían discutir que estas leyes no son algo más que la forma más obvia de legislación de grupos de interés.

La sobrevivencia de la regulación del mercado de valores es consistente tanto con la perspectiva de grupos de interés como con la de interés público. Distinguir entre las dos explicaciones es difícil. El tema predominante en la avalancha de la reciente literatura sobre economía de la regulación, es que pocos esquemas regulatorios, si es que alguno, pueden ser explicados como respuestas de puro interés público ante el fracaso del mercado. No dudamos de que el soporte de grupos de interés beneficiados pueda explicar el apoyo continuado para la regulación del mercado de valores. Estamos menos seguros, sin embargo, de que ese apoyo de grupos de interés sea la única explicación para la regulación del mercado de valores. Consideramos apropiado, por lo tanto, buscar las justificaciones de «interés público» para estas normas.

Examinamos en este artículo las funciones de las normas legales contra el fraude y normas obligatorias de revelación de información promulgadas por el gobierno nacional. Nuestra principal conclusión es que ni los partidarios ni los adversarios de las normas de fraude y de las normas de revelación de información han hecho un buen trabajo. Los que representan las leyes como legislación de clásico interés público, no reparan en cómo el mercado protege a los inversionistas. Los que acentúan el poder de mercado a menudo subestiman los costos de usar mercados y comparan las leyes del mercado de valores con mercados hipotéticos. La comparación apropiada no es entre la regulación y el mercado sino entre una clase de regulación y otra. Pero para la legislación nacional de mercado de valores, la regulación de los valores mobiliarios estaría en manos de los distintos estados y jueces. En el presente artículo ofrecemos algunas razones para creer que esa es la regulación que tenemos ahora. Así, no nos encontramos aptos para rechazar la explicación de grupos de interés ni la de

interés público sobre la regulación de mercado de valores.

## I. LA PROHIBICION FEDERAL CONTRA EL FRAUDE

### A. El mercado sin intervención legal

El fraude reduce la eficiencia distributiva, así como lo hace cualquier deficiencia en la información. Es necesaria una información exacta para asegurar que el dinero se mueva hacia aquellos que le pueden dar un uso más eficiente y que los inversionistas hagan óptimas elecciones acerca del contenido de sus carteras. Un mundo con fraude, o sin información veraz adecuada, es un mundo con muy poca inversión.

Los valores son las expectativas de los ingresos futuros de las empresas. El problema en la venta de valores es que estos ingresos están sujetos a muchos riesgos, y ningún empresario puede hacer una promesa obligatoria acerca del monto de los ingresos que la empresa percibirá en todas las circunstancias posibles. El empresario o la administración de la empresa, sin embargo, cuentan con mejor información que el posible inversionista sobre la naturaleza de estas contingencias y sobre cómo la empresa actuará en caso éstas se presentaran. Algunos proyectos de negocios tienen mayores expectativas de retorno que otros; algunos directores producirán más que los otros al margen del proyecto del negocio. El mercado es ineficiente a menos que empareje proyectos, directores, y fondos hasta que los ingresos sean iguales. Las mejores combinaciones de director-proyecto deberían atraer más fondos hasta que esta condición de igualdad se vea satisfecha.

¿Cómo reconoce un inversionista las mejores combinaciones? A menos que la gente que ofrezca los mejores valores (aquellos que representan reclamos en las combinaciones superiores) pueda distinguirse a sí misma de otros, los inversionistas verán todos los valores como valores promedio. Los valores de mejor calidad se venderán a precios más bajos de los que se venderían si la información estuviera disponible y fuera menos costosa, y habrá muy poca inversión en buenos proyectos. Mientras tanto, los valores de baja calidad atraerán mucho dinero. Será barato ofrecer un valor de baja calidad, porque tales ofertas se sobrecompensarán. Los «limones» dominarán

el mercado si es que la calidad de inversiones ofrecidas empeora<sup>6</sup>. Ninguna empresa podría recuperar los costos de ofrecer valores de alta calidad. Tanto los inversionistas como la sociedad pierden. Esto es a grandes rasgos el retrato pintado por muchos defensores de la legislación del mercado de valores.

La existencia de dificultades de un mercado con información asimétrica no nos puede llevar directamente a la necesidad de regulación – ni siquiera a una regulación flexible como la prohibición del fraude. Existen formas por las que los vendedores de valores de buena calidad, pueden identificarse. Una de estas formas es revelando información que demuestre calidad. El comprador puede verificar parte de esta información, y con ello, otorgar credibilidad al resto de la información que no puede ser verificada. Sin embargo, la verificación de esta parte de la información, no funciona perfectamente. Se presentarán situaciones en las que la sociedad retenga información para evitar divulgar secretos comerciales que podrían ser valiosos para sus competidores. En este escenario, la sociedad se encontrará incentivada para convencer a los inversionistas sobre la existencia y valor de algún proceso de producción secreto o un producto aún no lanzado al mercado. El otro potencial problema es que los vendedores de valores de baja calidad pueden imitar la revelación de hechos comprobables, mientras hacen declaraciones falsas acerca de elementos que los inversionistas no pueden verificar. Las sociedades de baja calidad erosionan el contenido de la información revelada por otras sociedades; y, otra vez, los consumidores no pueden identificar las inversiones de alta calidad<sup>7</sup>.

En realidad, en el mercado de valores sólo una cantidad limitada de información puede ser completamente verificada. Los inversionistas no pueden «fiscalizar» un proyecto de negocios de tal manera que los habilite a deducir cuáles serán las ganancias futuras y los riesgos. Los inversionistas ni siquiera desean efectuar tal

fiscalización; ellos procuran ser receptores pasivos de una corriente de ingresos, no ser investigadores privados. Cuando los inversionistas gastan tiempo y recursos inspeccionando o supervisando, el esfuerzo de cada uno duplicará el del otro. Un sistema de inspección por compradores reduciría el beneficio de la división del trabajo.

Incluso después de que el negocio ha estado operando por algún tiempo, es difícil determinar si un resultado inesperado es atribuible al cambio de condiciones o al azar, y no a una mala proyección del negocio. La información acerca de la situación de una industria entera proporcionará una base de comparaciones que cualquier miembro de la industria podrá verificar. Algunos de los directores y promotores de las sociedades son «jugadores repetidos», por lo que procurarán preservar sus reputaciones diciendo la verdad. Sin embargo, aun cuando esto es así, es posible que algunos promotores puedan encontrar las ganancias de un solo engaño mayores a la pérdida de su reputación por ese engaño. Así, algunas sociedades encontrarán el fraude como el proyecto con el valor neto actual más alto.

Las sociedades con valores de alta calidad deben tomar las medidas adicionales necesarias para convencer a los inversionistas de su calidad. Una medida tradicional es permitir que terceros revisen los libros societarios y los registros, terceros que certifiquen la certeza de la representación de la sociedad. El contador que certifica libros de muchas sociedades tiene un interés en mantener su reputación -y por lo tanto una posible pérdida mayor que las ganancias por una certificación falsa de cierta sociedad<sup>8</sup>. De la misma manera, las sociedades pueden vender sus valores por medio de banqueros de inversión que evalúan las perspectivas de la empresa, ponen su dinero para comprar las acciones para luego revenderlas, y ponen en riesgo sus reputaciones al representar a sus

<sup>7</sup> Este problema es más serio para valores que para la mayoría de bienes materiales, debido a la dificultad de verificación. Un vendedor de una casa puede esperar que los compradores verifiquen el área de la casa, la posibilidad de existencia de termitas y otros defectos estructurales. Un vendedor de carbón no espera que el comprador compruebe que el carbón encenderá con otro líquido, pero cualquier información falsa afectará la probabilidad de futuras compras, de tal manera que el vendedor tiene pocos incentivos para mentir. Muchos vendedores tienen a sus competidores ansiosos por que emitan algunas declaraciones falsas. Todos estos competidores son muy efectivos en el control de información, sin importar lo que la ley diga sobre el fraude.

Ver: POSNER, Richard. «The Regulation of Advertising by the FTC», 1973; DARBY y KARNI. «Free Competition and the Optimal Amount of Fraud», *J.L. & Econ.* No. 16. p. 67. 1973; NELSON, «Advertising as Information». *J. Pol. Econ.* No. 82. p. 729. 1974. Dado que cada valor representa un interés en un único proyecto, ni las declaraciones de los competidores, ni las posibles ventas repetidas imponen limitaciones, y es muy difícil para el comprador, verificar las declaraciones antes de la venta.

<sup>8</sup> Ver: BENSTON, George. «Security for Investors», *En: Instead of Regulation* 169. p. 172 (R. Poole ed. 1981); DeANGELO. «Auditor Size and Audit Quality». *J. Acct. & Econ.* No. 3. p. 183. 1981.

clientes<sup>9</sup>. Cuanto más grande es la relación entre el auditor o el banquero de inversión con el emisor, este método de comprobación es más efectivo. Esto explica por qué existen sindicatos de banqueros de inversión para distribuir los valores, aun cuando cualquiera los podría manejar solo. La sindicación incrementa la calidad del capital que está detrás de la oferta.

Las sociedades por sí mismas pueden tomar las medidas necesarias para hacer sus revelaciones más creíbles. Una de esas medidas es asegurar que sus directores sean titulares de un porcentaje importante de sus acciones. Esto puede ser logrado por opciones de compra de acciones o por «acciones baratas» cuando la sociedad es materia de una oferta pública, así como también por medio de la inducción a los directores a comprar acciones en el mercado. Entonces, si a la empresa le va mal, los directores pierden con los demás inversionistas. Cuánto mayor calidad tengan las acciones, mayor será la cantidad de ellas que los directores estarán dispuestos a tener en carteras diversificadas. Y mientras más acciones tengan los directores, mayor disposición de los inversionistas para creer en las declaraciones de la empresa<sup>10</sup>. Otra medida posible es publicar las deudas que podrían llevar a la sociedad a un estado de insolvencia. Esta estrategia quizás parezca inverosímil, pero hay que considerar que la insolvencia impone costos muy altos en las carteras y carreras de los directores. Al usar el apalancamiento para incrementar el riesgo de la insolvencia, las sociedades con los mejores proyectos y, por tanto, con los costos más bajos de insolvencia, pueden certificarse a sí mismas frente a los inversionistas<sup>11</sup>. Los administradores de la sociedad pueden establecer un método de certificación por medio de pagos altos también. Esto es atractivo para los inversionistas porque el pago sólido de dividendos obliga a los administradores a retornar al mercado de capitales de manera continua, y en el regreso la sociedad se somete nuevamente a la certificación de nuevos posibles inversionistas<sup>12</sup>. Finalmente, los directores podrían justificar sus declaraciones de la manera tradicional: mediante promesas legalmente exigibles (quizás garantizadas por

pólizas de seguros) de pago a los inversionistas, si es que la sociedad hace menos de lo que prometió (quizás, por ejemplo, en una comparación con un índice del mercado). La persona que tiene este derecho miraría muy detenidamente la actuación de la sociedad. Lo que se consigue con ello es que sólo las sociedades de alta calidad puedan encontrar garantes solventes, y los inversionistas puedan ser protegidos.

Incluso en un mercado sin una norma anti-fraude, estos métodos de verificación ofrecerían a los inversionistas una protección sustancial y harían posible la captación de dinero por parte de las sociedades de alta calidad. A fin de cuentas, los inversionistas no necesitan donar dinero para nuevas empresas. Ellos pueden colocar su dinero en bonos del tesoro o cuentas bancarias sin riesgo; pueden invertir en entidades de servicio público reguladas que tienen un riesgo muy pequeño; o pueden comprar terrenos u otros bienes productivos. Las sociedades nuevas o menos conocidas pueden obtener dinero sólo si ellas mismas ofrecen paquetes más atractivos que los ya existentes.

## B. Los efectos de una ley anti-fraude

Por las razones ya mencionadas, una regulación anti-fraude no es un ingrediente esencial del mercado de capitales. Sin embargo, cada uno de estos métodos de certificación es caro. El establecimiento y la operación de auditores, bancos de inversión y *underwriters* son muy costosos. Las estrategias de deuda y dividendos traen consigo costos de transacción; los directores deben ser remunerados con un *plus* por la diversificación de sus carteras, y su posición de riesgo los puede dirigir a tomar decisiones ineficientes en sus inversiones. Mientras que la verificación de miles de compradores puede ser el método más costoso de todos.

Una ley anti-fraude puede reducir estos costos, especialmente para las nuevas sociedades. La pena para el fraude encarece para las sociedades de baja calidad la imitación a las sociedades de alta calidad por medio de revelaciones falsas. Una ley anti-fraude impone

<sup>9</sup> Ver BENSTON, George. «Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA». 1976; FISCHER, Daniel. *Insider Trading & Investment Analysts: An Economic Analysis of Dirks v. Securities and Exchange Commission*, *Sup. Ct. Econ. Rev.*, No. 3 1984; GILSON, Ronald y Reinier KRAAKMAN. «The Mechanisms of Market Efficiency» *Va. L. Rev.* No. 70. p. 549. 1984; SMITH. «Comments on Jarrell» *J.L. & Econ.* No. 24. pp. 677, 678, 1981.

<sup>10</sup> Ver: STIGLITZ, Joseph. «Information and Capital Markets». En: *Financial Economics: Theory and Application*. pp. 118, 120. 1982.

<sup>11</sup> Ver: GROSSMAN y Oliver HART. «Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. En: *The Economics of Information and Uncertainty*» p. 107 (J. McCall ed. 1982); ROSS. «The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach». *Bell J. Econ.* No. 8. p. 23. 1977.

<sup>12</sup> Ver: EASTERBROOK, Frank. «Two Agency-Cost Explanations of Dividends» *Am. Econ. Rev.* No. 74. pp. 650. 1984.

bajos o ningún costo para las sociedades honestas y de alta calidad. Así, facilita el ofrecimiento de garantías a un costo bajo a las sociedades de alta calidad<sup>13</sup>. La garantía de información, si es exigible, hace innecesaria la verificación de información por parte de los compradores y la implementación de una certificación costosa para los vendedores<sup>14</sup>. Los gastos de la oferta de valores de alta calidad bajan mientras los gastos de la oferta de valores de baja calidad suben.

Sin embargo, la legislación anti-fraude no reducirá a cero los costos de las empresas de alta calidad porque la ley puede resultar no exigible por ausencia de un adecuado sistema de ejecución. Las sociedades todavía implementarán algunas medidas adicionales de certificación. Además, una ley anti-fraude no tiene mucho efecto cuando una sociedad es silenciosa. El silencio de una sociedad cuyos valores se negocian en el mercado secundario, podría significar ausencia de noticias, noticias malas, o noticias buenas que no se pueden revelar porque la revelación beneficiaría a los competidores. Los inversionistas cuentan con incentivos para investigar y encontrar el significado del silencio, y las sociedades contraerán los costos para preservar el secreto o para comunicar las noticias sin decir mucho. La ley anti-fraude y otros métodos de certificación son en algunos aspectos complementarios y, en otros, sustitutos.

La norma anti-fraude implica también costos. Los costos de fiscalización del cumplimiento de la norma son obvios (investigaciones, personal judicial, etc.). Los costos de un *overenforcement* o una aplicación inexacta de la norma son más difíciles de percibir pero no menos reales. Comencemos con un caso extremo de aplicación inexacta de la norma. Supongamos que la probabilidad de ser procesado por alguna declaración dada es 55% si la declaración es falsa, y 45% si la declaración es verdadera. Esto podría suceder si, por ejemplo, los fiscalizadores y los tribunales adoptan una teoría de «responsabilidad objetiva» y penalizan a todas aquellas sociedades cuyas proyecciones de ganancia resultaron erróneas. Porque las condiciones del mercado modifican muchos planes, aun esas sociedades honestas que revelaron información cierta, podrán fallar; mientras que las sociedades que dicen

mentiras podrían triunfar. Los procesos se iniciarían contra muchas empresas honestas, y muchas sociedades poco honradas escaparían.

La fuerza disuasiva de cualquier norma es la diferencia entre cómo la norma trata a los que obedecen y cómo trata a los que desobedecen. Si la diferencia es pequeña -si, por ejemplo, una persona que maneja a 55 millas por hora tiene una probabilidad sólo un poco menor de ser sancionada que una persona que maneja a 85 millas por hora- entonces la norma no disuade. Si hay ganancias por la violación de la norma, uno puede optar por violarla. Un mundo con una aplicación inexacta de la norma es semejante a un mundo sin ninguna aplicación de la misma. Las declaraciones ya no son confiables a menos que la sociedad emprenda métodos caros de certificación y verificación, descritos en la sección anterior; e incluso las sociedades honestas dirán tan poco como sea posible para evitar pagar la pena por mentir. Cuanto mayor sea la pena, mayor deberá ser la discriminación en la aplicación de la norma, con la finalidad de prevenir el desincentivo de una conducta apropiada y el incentivo de una conducta no deseada. Esta es una de las razones por las que los procedimientos en el derecho penal requieren un grado más alto de prueba.

Una aplicación exagerada de la norma es semejante a la aplicación indiscriminada. Para cualquier incumplimiento de la norma hay un nivel óptimo de su aplicación en el que los costos de gastar un dólar adicional en la aplicación iguala a las ganancias de reducir la incidencia del incumplimiento. El nivel óptimo de la aplicación permite que algunas infracciones ocurran porque los costos de sancionar estas infracciones exceden los costos de las infracciones mismas. Las penas excesivas para el fraude -especialmente si estas penas están disponibles en acciones iniciadas por demandantes privados -pueden originar una aplicación exagerada de la norma y una disuasión excesiva de declaraciones veraces<sup>15</sup>.

La ley anti-fraude, entonces, es muy beneficiosa cuando los costos de aplicación de la norma son bajos y cuando es posible separar las falsas informaciones de las declaraciones que, aunque verdaderas, no

<sup>13</sup> Para un análisis similar, ver: BEAVER, William. «The Nature of Mandated Disclosure». En: SEC Advisory Committee on Corporate Disclosure, Report of Recommendations. pp. 618, 637-639. 1977.

<sup>14</sup> Ver: Grossman. «The Informational Rule of Warranties and Private Disclosure About Product Quality». J.L. & Econ. No. 24. p. 461. 1981.

<sup>15</sup> Ver: EASTERBROOK, Frank. «Detrebling Antitrust Damages». J.L. & Econ. No. 28. (June 1985); LANDES, William y Richard POSNER. «The Private Enforcement of Law». J. Legal Stud. No. 4. p. 1. 1975.

predicen exactamente el futuro. Los costos de aplicación de la norma son menores, y también la posibilidad de error menor cuando las investigaciones se concentran en declaraciones verificables antes que en predicciones. La administración de la SEC sobre las normas del mercado de valores ha puesto especial énfasis en la necesidad de hacer declaraciones antes que proyecciones históricas exactas que no se requieren. Este enfoque es consistente con uno en el cuál las normas anti-fraude se usan donde rinden la mayor cantidad de beneficios netos<sup>16</sup>.

C. ¿Por qué la ley anti-fraude es nacional?

En 1933 cada estado de los Estados Unidos tuvo una ley anti-fraude. ¿Cuál fue entonces, la razón por la que se emitieron muchas normas nuevas en las leyes de 1933 y 1934? Los partidarios de estas leyes generalmente alegan que las normas nacionales eran «ineficaces» (presenciaron el descubrimiento de fraudes), pero esto no es una buena explicación. La existencia o incluso el aumento de fraudes no prueban que las leyes estatales contra el fraude eran «ineficaces», así como la existencia de asesinatos no demuestra que la legislación penal estatal es «ineficaz» y que debería ser reemplazada por una norma nacional del asesinato impuesta por una «Comisión Federal del Homicidio».

La justificación de las normas federales se sustenta en la eficiencia de sancionar, en un caso, todos los reclamos que surgen de una sola transacción. Muchas nuevas emisiones de valores son vendidas a compradores en varios estados; incluso aquellas emisiones colocadas dentro de un solo estado, últimamente se encuentran en manos de inversionistas de otros estados; quizás porque estos inversionistas cambian de domicilio. Así, casi todas las sociedades más importantes venden sus valores en mercados interestatales. Si los reclamos que surjan sobre estos valores fueron procesados en el lugar del domicilio de los demandantes, existirían múltiples procesos por cada emisión de valores, con la posibilidad de decisiones y estándares legales contradictorios. Los procesos anti-fraude

involucran generalmente documentos escritos, y existen buenas razones por las cuales un inversionista desearía tener un reclamo idéntico litigado en múltiples jurisdicciones.

Las leyes del mercado de valores crean el servicio nacional de estos procesos y tienen una norma liberal que permite que una misma controversia consolide varios litigantes y todos reclamen en un solo foro<sup>17</sup>. La acción de clase creada por la *Rule 23* de las Normas de Procedimientos Civiles facilita el agrupamiento de todos los demandantes. Nosotros discutiremos en la Parte III del presente artículo algunas de las razones por las que una sola norma debe regular lo que puede o no puede ser revelado y lo que puede resultar beneficioso. Por ahora, basta con notar que la prohibición federal del fraude sería benéfica aunque en el proceso federal se apliquen múltiples normas basadas en leyes estatales.

## II. REVELACIÓN OBLIGATORIA

A. La revelación y el aspecto de bien público de la información

En un mundo con una regla anti-fraude pero sin un sistema de revelación obligatoria, las empresas podrían permanecer calladas con impunidad<sup>18</sup>. Si revelaran información, podrían hacerlo de la manera en que ellos quisieran, siempre que no mintieran. Podrían intentar vender valores mediante anuncios en revistas y en televisión, protagonizados por provocativas modelos o por manadas de toros, como lo hacen los vendedores de otros productos.

Un sistema de revelación obligatoria limita sustancialmente la capacidad de las empresas de permanecer calladas. De la misma manera, controla el tiempo, el lugar y la forma de la revelación. Las empresas deben esperar hasta que se inscriba una declaración de registro antes de decir algo que pueda ser interpretado como oferta (la regla de «*gun jumping*»); deben esperar, además, hasta que la declaración del registro sea efectiva y se haya entregado un prospecto antes de poner algo más por escrito (la regla de «*free writing*»); deben, por último, enviar los prospectos y los

<sup>16</sup> Ha existido críticas de la SEC respecto del énfasis en los datos históricos. Nuestra discusión sobre los costos y beneficios de las reglas anti-fraude revela que las fiscalizaciones se concentran en declaraciones «hard», mientras que los mecanismos de certificación y verificación privada tratan temas de proyección y opinión.

<sup>17</sup> 15 U. S. C. § 78aa, 1982. Ver: LEROY v. Great W. United Corp., 443 U.S. 173, 178-179, 1979.

<sup>18</sup> Ésta es una afirmación exagerada, porque la distinción entre no informar y la tergiversación no es siempre clara. El no hablar puede ser visto como una representación implícita de que «nada ha cambiado». Las leyes de valores reconocen esto penalizando la omisión de hechos materiales necesarios para que las verdaderas revelaciones no sean engañosas. Volvemos a esto en la Parte III.

*proxy statements*<sup>1</sup> en los momentos establecidos pero no pueden recurrir a anuncios en televisión.

¿Qué es lo que un sistema de revelación obligatoria añade a la prohibición de fraude? La justificación implícita del interés público de las reglas de revelación es que los mercados producen «muy poca» información sobre sus valores cuando la única regla existente es la que prohíbe el fraude. Uno con frecuencia escucha la afirmación de que la información es un «bien público», lo que significa que ella puede ser utilizada sin agotarse y que el productor de información no puede excluir a otros de recibir los beneficios. Si el productor de la información no puede obtener todo su valor, se produciría muy poco. Parece ser que tiene virtudes una regla que exige la producción de toda la información que produzca ganancias apropiables.

Esta razón nos hace avanzar un poco. En un aspecto, ésta demuestra demasiado. Nadie puede apropiarse totalmente del valor de la información sobre la pasta de dientes, pero no existe una regla federal acerca de revelar la eficacia de prevenir caries de la pasta de dientes. ¿Por qué los valores son diferentes? Dejamos los demás productos a los mercados competitivos porque se concluye que las personas que hacen o usan un producto (o lo prueban como lo hace la Unión de Consumidores) obtendrán lo suficiente de las ganancias de la información para hacer que los mercados sean razonablemente eficientes.

De manera similar, aquellos que se informan sobre los valores pueden beneficiarse con su información. No pueden obtener todos los beneficios, porque otros en el mercado deducirán las noticias, y el precio de los valores se ajustará. El nuevo precio «contendrá» las noticias, impidiendo que la persona que primero se informó obtenga más beneficios. Sin embargo, esto también significa que el valor de las noticias decaerá rápidamente en los mercados de valores; la información se «agota» cuando las demás personas perciben la situación, y entonces dichas personas tendrán sus propios incentivos de salir y encontrar información<sup>19</sup>.

La versión más sofisticada de la explicación sobre bienes públicos es que aunque los inversionistas producen información, producen mucha y muy poca información. Producen muy poco porque los beneficios no son perfectamente apropiables. Si la información vale cien dólares para los inversionistas como grupo, pero ninguno puede capturar más de diez dólares de ganancia, entonces ninguno obtendrá información con un valor de más de diez dólares. Los inversionistas producen mucha información, si es que varios de ellos producen la misma porción de información valorada en diez dólares (producción repetida). El argumento concluye que la revelación obligatoria evitaría la producción de información repetida.

La otra fuente de producción excesiva es la ganancia obtenida por pronosticar el futuro. Alguna información, como las ganancias trimestrales de una empresa, ofrece oportunidades para negociar ganancias; la persona que obtiene las noticias primero puede lograr grandes ganancias. Sin embargo, en un sentido importante, la información no tiene valor. Negociar sobre noticias que de todas maneras ocurrirán no cambia el futuro ni lleva a mejores inversiones en nuevos valores. El precio finalmente cambiará para reflejar los verdaderos ingresos. Que cambie un día más rápido no es mucho tiempo para la eficiencia distributiva. La tentación de negociar ganancias puede inducir a las personas a gastar mucho esfuerzo y otros recursos «venciendo al mercado». Mucho de esto es desperdicio porque la oportunidad de ganancias es mayor que las ganancias de eficiencia de apurar la transición de los precios<sup>20</sup>. El argumento concluye al observar que la inmediata revelación de información por la empresa afectada extinguirá la oportunidad del negocio. Cuando todos conocen la verdad, nadie puede especular sobre ella. Los inversionistas como grupo pagarían para que estas ganancias comerciales (y la costosa búsqueda de información) fueran eliminadas<sup>21</sup>. ¿Qué mejor manera de hacer esta revelación obligatoria que por la empresa que conoce la verdad?

Estos argumentos tienen un problema común: no unen el beneficio de la revelación y el

<sup>1</sup> Nota del Traductor: un *proxy statement* es la declaración que realizan los accionistas antes de votar mediante poder.

<sup>19</sup> Ver Manne, nota 4 *supra*, at 24-23. El dinámico proceso por el cual los mercados de valores trasladan (impound) la información sobre los precios, extinguiendo el valor de las «noticias viejas» mientras que crea incentivos para encontrar «noticias nuevas», es descrito en GROSSMAN & STIGLITZ. «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets». Am. Econ. Rev. No. 70. p. 383. 1980.

<sup>20</sup> Ver, HIRSHLEIFER. «The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity». Am. Econ. Rev. No. 61. p. 561. 1971. Ha habido una disputa sustancial sobre la interpretación y la magnitud de este efecto, pero no necesitamos entrar en este debate en el presente trabajo.

<sup>21</sup> Ésta es una observación de un lugar común en la literatura sobre la búsqueda de ingresos [rent seeking].

beneficio de la revelación obligatoria. Si la revelación fuera valiosa para los inversionistas, la empresa puede beneficiarse proporcionándola. La empresa tiene una relación jurídica con sus inversionistas, y el Teorema de Coase sugiere que la empresa y los inversionistas pueden cerrar un negocio mutuamente beneficioso<sup>22</sup>. Una decisión de la empresa «coordina» efectivamente los actos de muchos inversionistas que no podrían negociar directamente.

Para ver como funciona, tome un simple ejemplo de una empresa que quiere emitir nuevos valores<sup>23</sup>. La empresa tiene un proyecto (digamos, la fabricación de una nueva computadora) con expectativas de que será lucrativo. Sin embargo, si la empresa simplemente solicitara dinero sin revelar el proyecto ni los administradores involucrados, no obtendrá nada. Los inversionistas asumirían lo peor, porque ellos razonarían que si la empresa tuviera algo bueno que decir lo haría por ella misma. El silencio significa malas noticias. Una empresa con un buen proyecto, buscando distinguirse de una empresa con un proyecto mediocre (o sin ningún proyecto), revelaría la cantidad suficiente de información. Esto es, revelaría más y más en la medida en que el costo de la revelación (tanto costos directos de la difusión como costos indirectos de dar información a sus rivales) valiera la pena para los inversionistas como conjunto.

La empresa negocia con todos los inversionistas actuales y eventuales. A diferencia de un inversionista que negocia sólo con una porción de las acciones de una empresa, y por ende no puede capturar el valor total de la información, la empresa controla todas sus inversiones y puede apropiarse del valor total de la información. La empresa que divulga más puede vender sus acciones por

más, de hecho por tanto como sea el valor total de la información.

El proceso funciona tanto para malas noticias como para buenas noticias. Una vez que la empresa comienza a revelar no puede dejar de hacer ninguna revelación crucial, porque los inversionistas siempre asumirán lo peor. Debe revelar lo bueno y lo malo, a fin de que los inversionistas no asuman que lo malo es aún peor de lo que es. Y la empresa no puede sostener su afirmación por ella misma. La mera revelación sería suficiente si la regla anti-fraude fuera perfectamente aplicada, pero no es así. Así, la empresa utiliza herramientas de certificación y verificación descritas en la Parte I. Dadas dichas herramientas, una regla que exige la revelación parece redundante, y si es que la sanción en caso de fraude y las herramientas de verificación no funcionan, una regla que exige la revelación tampoco es apta para ser aplicada.

El principio de revelación autoinducida como solución al problema de la falta de derechos de propiedad sobre la información se aplica a la negociación en el mercado secundario así como a la emisión inicial de las acciones. Los inversionistas de la empresa siempre quieren poder vender sus acciones en el mercado secundario por el valor más alto posible. Su aptitud para hacerlo depende del flujo de información confiable (de lo contrario potenciales compradores reducirían los precios de sus propuestas, asumiendo lo peor). Para mayor información sobre la empresa, la empresa por ella misma puede crear y distribuir su conocimiento a menor valor que los accionistas, y la decisión de la empresa, debido a que refleja el valor de todos los accionistas, será correcta en el agregado. Una empresa que quiere el precio más alto posible cuando emite acciones debe tomar todos los

---

Imagínese 10 empresas igualmente calificadas compitiendo por una licencia de radio valorizada en \$ 1,000. La oportunidad de cada una de obtener dicha licencia vale \$ 100, y cada uno gastará hasta \$ 100 en gastos de promoción y *lobby* para conseguir la licencia. El valor neto de cada empresa es \$ 100 menos los gastos. Mientras que una empresa haga *lobbies*, las otras también deberán hacerlos. Las empresas le pagarían alguien para detenerlas de hacer *lobby*; si ninguna empresa gastara estos recursos la oportunidad tendrá un valor esperado de \$ 100 para cada empresa. Lo mismo ocurre en los mercados de valores. Cada inversionista puede intentar conseguir un margen sobre los demás, pero mientras que estos esfuerzos solamente anticipen el futuro y no produzcan mejores inversiones inicialmente, éstas son un desperdicio y todos ganan si se eliminan. Ver TULLOCK. «Efficient Rent Seeking». En: *Towards a Theory of the Rent-Seeking Society* 97, J. Buchanan, R. Tollison & G. Tullock editores, 1980. Ver también BARZEL. «Some Fallacies in the Interpretation of Information Costs». *J.L. & Econ.* No. 20. p. 291. 1977. (señalan cómo los mercados desarrollan soluciones a los problemas de la búsqueda ineficiente); KENNEY & KLEIN. «The Economics of Block Booking», *J.L. & Econ.* No. 27. p. 497. 1983 (señalan lo mismo).

<sup>22</sup> COASE. «The Problem of Social Cost». *J.L. & Econ.* No. 3 p. 1. 1960.

<sup>23</sup> La economía de esto ha sido formalizada por GROSSMAN, nota 14 *supra*, y GROSSMAN & HART. «Disclosure Laws and Takeover Bids», *J. Fin.* No. 35. p. 323. 1980. Aunque los modelos formales asumen que el costo de transmitir la información es cero y que una prohibición del fraude es perfectamente exigida, en el texto señalamos que las claras líneas del argumento no dependen de estas suposiciones. Ver también BENTSON. «Required Periodic Disclosure Under the Securities Acts and the Proposed Federal Securities Code». *U. Miami L. Rev.* No. 33. p. 1471. 1979, para una exposición similar.

pasos de los costos justificados para hacer que las acciones sean valorizadas en el mercado secundario, así que debe hacer una promesa creíble de que continuará divulgando<sup>24</sup>.

La evidencia confirma esto. Las empresas han venido divulgando los hechos más importantes sobre sí mismas – y certificando dichos hechos por terceros – desde que éstas existen. Es posible rastrear el uso de auditores desde los inicios de la sociedad anónima, y desde la ley de 1934, que creó el requisito de revelación de información anual para las compañías listadas, se convirtió en ley que cada empresa que comercializaba en mercados nacionales debía hacer voluminosas revelaciones públicas certificadas por auditores independientes<sup>25</sup>. Entre 1934 y 1964, la revelación anual se exigía sólo a empresas negociadas en mercados de valores nacionales (en 1964 el estatuto fue modificado para incluir a todas las empresas con más de un número específico de inversionistas). Las empresas podían evadir la revelación deslistándose o no listando desde un inicio. Sin embargo, las empresas ansiosamente se inscribían en una bolsa de valores y divulgaban; las empresas no listadas también divulgaban cantidades sustanciales de información, siguiendo el patrón establecido por aquellas cubiertas por la norma. Incluso hoy, los valores estatales y de los gobiernos locales están exentos de las reglas de revelación obligatoria, sin embargo, estas emisoras proporcionan rutinariamente voluminosa información a los compradores.

La revelación con el propósito de satisfacer las dudas de los inversionistas también reduce (a un grado apropiado) los incentivos de éstos para buscar demasiada información comercial. El problema, como ha sido descrito antes, es que conocer el futuro crea oportunidades de ganancias sin que los inversionistas como grupo mejoren. Debido a que buscar dicha información es costoso, los inversionistas como grupo ganan si las empresas divulgan información para minimizar las oportunidades y así minimizar también los incentivos de la búsqueda. Los ingresos netos de un valor mobiliario son su retorno bruto (dividendos más cualquier distribución por liquidación) menos el costo de la información y de las transacciones para poseer el valor mobiliario. Una empresa puede incrementar este ingreso

neto fácilmente reduciendo el costo de poseer acciones así como incrementando sus ganancias comerciales. Las empresas que prometen hacer revelaciones con este propósito prosperarán relativamente frente a otras, porque sus inversionistas incurrirán en costos relativamente menores y podrán ser más pasivos con seguridad. Mientras más convincente sea la promesa, más pagarán los inversionistas por las acciones.

#### B. Limitaciones del modelo de revelación voluntaria

Que la información es un bien público significa que los inversionistas actuando independientemente consiguen una cantidad errónea de información, por las razones que hemos explicado, el propio interés de los administradores de las empresas los lleva a proporcionar aproximadamente la cantidad de información que los inversionistas como grupo desean. Sin embargo, esta cantidad es «aproximada» debido a los costos de certificación y verificación en el suministro de información. Si las reglas de revelación, como las reglas anti-fraude, pudieran reducir los costos, entonces la revelación por las empresas mejoraría. Volveremos a esto en la Parte III. Existe otra razón de por qué las revelaciones por las empresas no pueden ser óptimas: los efectos sobre terceros.

La información producida por una empresa para sus inversionistas puede ser valiosa para los inversionistas de otras empresas. Las declaraciones de la Empresa A pueden revelar algo sobre la industria en la que la Empresa A opera – aunque sea el tamaño de la producción anticipada de A – que otros participantes de la industria pueden usar al planear sus propias operaciones. Puede haber otros beneficios colaterales para los inversionistas de empresas rivales. Sin embargo la Empresa A no puede cobrar a los inversionistas en las demás empresas por los beneficios, aunque ellos estuvieran dispuestos a pagar por ellos. Debido a que no se puede cobrar, la información estará sub-producida.

El problema está relacionado con el dilema del prisionero. Las empresas y los inversionistas, actuando como un grupo, quieren que las empresas divulguen información con

<sup>24</sup> Esto se sigue de la doctrina sobre la agencia, que señala que los administradores soportan los costos si es que no llevan pasos de costos justificados para reducir los costos netos de la administración. JENSEN & MECKLING. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *J. Fin. Econ.* No. 3. p. 305. 1976.

<sup>25</sup> Sobre la historia, ver WATTS & ZIMMERMAN. «Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm», *J.L. & Econ.* No. 26. p. 613. 1983. Sobre los estado de los asuntos de 1934, ver BENSTON. *Required Disclosure and the Stock Market: an Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*. *Am. Econ. Rev.* No. 63. p. 132. 1973. No todas las empresas revelaron las mismas cosas, lo que crea problemas a los que regresaremos.

componentes de la empresa y de la industria específica. Cada empresa actuando independientemente no lo haría, en parte porque las otras se convertirían en *free riders* y en parte porque un segmento de la información (como la relacionada a nuevos productos) puede dar una ventaja competitiva a los rivales. Cada empresa estará dispuesta a revelar, solamente si se les exige a todas las demás hacer lo mismo. Entonces, los costos y cualquier riesgo del negocio estarían distribuidos más equitativamente. En ausencia de alguna exigencia o de un fuerte incentivo para revelar, cada empresa querrá ser una *holdout* (resistente a la obligación de informar). ❖

Existe un problema de *free riding* similar en la revelación de información que facilita la comparación entre empresas. La Empresa C puede saber algo que la hace relativamente atractiva frente a la Empresa D. Sin embargo, no puede transferir efectivamente dicha información, sin transferir información acerca de los planes y prospectos de D. La información sobre D redundaría en parte en beneficio de los inversionistas actuales o eventuales de D, y la Empresa C no podrá ser compensada. La Empresa C podría apropiarse de parte de la ganancia comprando o vendiendo acciones de D, pero ésta es una transacción costosa, y la Empresa C no podrá apropiarse de la ganancia total sin ser enteramente propietaria de D, E, F, G, y así sucesivamente. Un incremento en el tamaño de las empresas para permitir una mayor internalización de la información tiene otros costos, que incluyen el monopolio y la reducción de la capacidad de los inversionistas de diversificar su cartera.

La Empresa C encuentra dificultad en apropiarse del valor de la información afectando las características de los ingresos riesgosos. Mientras menor sea el grado de diferencia entre las empresas, mayor será el desperdicio en las revelaciones que una empresa hará, y más pobres serán los incentivos de las empresas para revelar. Muchas empresas tienen características de retornos de riesgo similares. Alguna forma de acción colectiva (sea o no mediante el gobierno) en principio podría ser beneficiosa. Determinar el método para abordar el problema de la acción colectiva que genere los menores costos netos es un problema empírico.

O suponga que existe un formato óptimo para comunicar información a los inversionistas. Algunas revelaciones son fáciles de entender o verificar que otras, mientras que otras revelaciones tienden más a ocultar que a revelar información. Si los contratos entre los inversionistas en sociedad pudieran suscribirse sin costos, los inversionistas exigirían a todas las empresas identificar y utilizar el formato óptimo para la revelación. Sin embargo, los costos podrían ser muy altos para una empresa actuando por sí sola. La forma óptima de revelación podría conllevar al uso de algunos lenguajes especializados (podríamos pensar en principios de contabilidad, con sus definiciones detalladas, como un lenguaje especializado de revelación), sin embargo, ninguna empresa puede obtener una gran participación en los beneficios de inventar y emplear dicho lenguaje; otras podrían utilizar el formato sin cargo alguno. Algunas veces, también, la facilidad de utilizar un método dado de revelación dependerá de que las otras empresas adopten el mismo formato, para facilitar las comparaciones entre inversiones. Otras empresas podrían no estar ansiosas de cooperar.

Las reglas de revelación obligatoria promulgadas por el gobierno son un medio para lograr la estandarización, pero no se sigue que la revelación obligatoria sea necesaria. Los mercados frecuentemente idean ingeniosas soluciones para los problemas de información. En efecto, los problemas enfrentados por los vendedores de valores no son diferentes a aquellos involucrados en traer nuevos productos al mercado. La venta masiva de discos y de sistemas de estéreo se facilitó por el desarrollo de velocidades estándar de grabación. La televisión a color no fue factible hasta que los fabricantes y los transmisores acordaron un método estándar de transmisión. Los nuevos equipos de discos compactos láser son asistidos en la competencia contra las cintas y los discos por el estándar promulgado por Philips, el tenedor de una importante patente. Algunas veces las asociaciones comerciales pueden idear dichos estándares, como la industria de los equipos eléctricos y, en parte, la industria de la contabilidad lo han hecho. Si la estandarización puede ser lograda de manera más barata mediante respuestas privadas o gubernamentales es una pregunta empírica.

## C. Métodos privados o competitivos de crear la revelación óptima

### 1. Intermediarios de Información

Hasta ahora hemos asumido que las empresas esencialmente actúan por sí mismas al crear y comunicar información a los inversionistas. Algunas veces las empresas no revelarán información porque los costos de esta autoayuda exceden el valor de la información. Algunas veces no revelarán información porque la información disminuirá en lugar de incrementar el valor de la empresa, aunque los inversionistas ganarían al tener dicha información; la información sobre un nuevo producto o una nueva tecnología podría encontrarse en esta categoría. Debido a estas «buenas» razones para no revelar información, los inversionistas no pueden inferir inequívocamente que la falta de noticias son malas noticias; el poder del modelo de revelación de información voluntaria se reduce, y las empresas altamente calificadas tendrán problemas al distinguir sus ofertas de aquellas de las de las empresas de baja calificación.

Los intermediarios de la información son una solución parcial a estas dificultades. Considere el caso de una empresa que quiere recaudar dinero para tomar ventaja de un descubrimiento tecnológico, del cual no puede revelar detalles. La empresa puede revelar la información a un *underwriter*, quien pondrá un precio apropiado a los valores. Los inversionistas reconocen que los *underwriters* podrían tener la información que no ha sido revelada al público y que tienen interés de no defraudar a los clientes por su reputación. Entonces, los inversionistas pagan más por estos valores que lo que pagarían por aquellos de empresas semejantes que no han hecho tales descubrimientos. Las empresas también pueden difundir las noticias indirectamente – aunque no tan bien, debido a que los intereses de los intermediarios por su reputación son más débiles– revelando porciones de información a analistas de inversiones o a otros intermediarios, que las comunican al público mediante recomendaciones en vez de comunicarlas mediante la revelación de detalles<sup>26</sup>.

Los contadores también sirven como intermediarios. Hemos enfatizado

anteriormente que los contadores reducen el costo de verificar la información porque ponen su reputación detrás de la precisión de las revelaciones de una empresa. Más aún, hasta el punto en que los contadores adoptan un lenguaje común, sirven a la función de estandarizar (reduciendo los costos de) toda cantidad de información revelada. Los contadores expanden sobre todas las empresas los costos de crear y mantener dicho lenguaje estándar. Por supuesto que los contadores pueden enfrentar presiones de empresas individuales para que abusen de su lenguaje, o pueden ser incapaces de ponerse de acuerdo en un lenguaje común en general; la intervención gubernamental puede reducir estos costos de acuerdo y de ejecución.

Obviamente los intermediarios de la información no pueden asegurar la precisión o la integridad de tal información. Sus empleados pueden ser incompetentes o embaucadores; ellos revisan los eventos periódicamente más que continuamente, así que la situación puede cambiar entre su inspección y el momento en que el inversionista actúa confiadamente. Pero cualquier otro instrumento de revelación de información tiene estos problemas también. El asunto relevante es que los intermediarios de la información incrementan la cantidad de información precisa sobre las empresas que puede ser transferida a los inversionistas.

### 2. Negociantes informados

Algunos negociantes saben más que otros. Los *insiders* y aquellos que reciben información de los *insiders*, *brokers*, aquellos que bosquejan inferencias, y aquellos que compran información de los mejor informados (como analistas y administradores de carteras de valores) son comerciantes informados. Las personas se informan para «vencer al mercado» y obtener mejores ingresos. Sin embargo, su habilidad para obtener dichos ingresos es limitada, por el hecho de que otros inversionistas siguen la misma estrategia y negocian sobre la información adquirida. Otros negociantes se informan, y el mismo hecho del negocio –moviendo el precio de la acción hacia aquel que los inversionistas informados piensan que es «correcto»– ocasiona que el precio de la acción incorpore el valor de la información que dicho

<sup>26</sup> Para un análisis similar sobre intermediarios financieros (mas que de información), empresas invierten en otras empresas, ver CAMPBELL & KRACAW. «Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation», J. Fin. No. 35. p. 863. 1980. Ver también BENSTON. «Accounting Standards in the United States and the United Kingdom: Their Nature, Causes, and Consequences», Vand. L. Rev. No. 28. p. 235. 1975; BENSTON. «The Market for Public Accounting Services: Demand, Supply, and Regulation». Acct. J. No. 2. p. 2, 1979, con un tratamiento similar al que ofrecemos más adelante.

negociante posee. Cuando el precio alcanza un nivel al cual los negociantes informados son indiferentes entre ser compradores y vendedores, el precio transfiere la información sobre la empresa más efectivamente y más barato que la revelación directa. El negocio nunca será totalmente revelador; los negociantes desinformados pueden no saber si los negociantes particulares están motivados por nueva información o por ajustes del portafolio. Sin embargo, negociar y no negociar por sujetos informados proporciona a otros inversionistas una gran cantidad de información<sup>27</sup>.

### 3. Bolsa de Valores

Los mercados de valores organizados reducen los costos de transacción<sup>28</sup>. Al hacer más fáciles los intercambios a las partes con diferentes creencias sobre el futuro a negociar, los mercados de valores organizados aumentan la liquidez y reducen el riesgo innecesario de invertir. Mientras mayor sea la liquidez del mercado secundario, más exitoso será el mercado de valores. Debido a que el éxito de un mercado de valores depende de la cantidad de negocios, los mercados de valores tienen incentivos para adoptar reglas que gobiernan el intercambio que opera en beneficio de los inversionistas. Tales reglas atraen más intercambios, reduciendo el costo e incrementado las ganancias de aquellos que administran los mercados de valores.

Los mercados de valores obtienen ganancias, por ejemplo, mediante la adopción de reglas que minimizan la cantidad de engaños cometidos por las empresas listadas, porque los inversionistas que son engañados no tenderán a repetir jugadores. Por la misma razón, los mercados de valores tienen un incentivo para adoptar reglas que exigen a las empresas listadas que revelen la cantidad y el tipo de información que los inversionistas demandan. La competencia entre mercados de valores organizados tanto para listar empresas y para los negocios de los inversionistas, como la competencia entre mercados de valores y otros métodos de inversión, incrementa los incentivos de los

mercados de valores de adoptar reglas beneficiosas.

A su vez, las empresas tienen incentivos de listar sus valores en mercados de valores cuyas reglas maximizan los beneficios de los inversionistas. Para ver esto, asumamos por el momento que las empresas actuando por ellas mismas revelarían menos (o diferente) información que la demandada por los inversionistas como una clase, y que la pérdida social de este nivel inapropiado de revelación es menor que los costos de contratación de estas empresas individuales para producir la correcta cantidad de información. Esto puede ocurrir, por ejemplo, debido a los efectos sobre terceros discutidos en la Parte II.B. Los mercados de valores organizados ofrecen a las empresas una manera de hacer frente a este problema de acción colectiva. Las empresas pueden acordar estar obligadas por las reglas establecidas por el mercado de valores, y estas reglas pueden estar más cerca de exigir una revelación óptima debido a que «internalizarán» muchos de los efectos sobre terceros. Las empresas que se obligan a sí mismas a seguir las reglas del mercado de valores tendrán una ventaja competitiva al atraer capital. Esta especie de proceso es trabajado en la rivalidad entre mercados de valores, con la Bolsa de Valores de Nueva York, que establece reglas sobre revelación de información y la emisión de nuevas acciones de las empresas listadas, atrayendo negocios a expensas de otros métodos de negociación.

Nuestro análisis implica que las empresas listadas en mercados de valores nacionales revelan sistemáticamente más información que las empresas no listadas, tanto antes como después de las leyes de valores. No hemos llevado a cabo una investigación para confirmar esta consecuencia, pero es consistente con las impresiones causales.

### 4. Estados

La competencia entre estados por la constitución de sociedades, como la competencia entre los mercados de valores por los negocios, aminoran el problema de acción

<sup>27</sup> Sobre el rol de los inversionistas informados en la comunicación de información, ver GROSSMAN & STIGLITZ. «Information and Competitive Price Systems». *Am. Econ. Rev.* No. 66. p. 246. 1976; MANNE, nota 4 *supra*. Ver también BREALEY, R. «An Introduction to Risk and Return from Common Stocks». Segunda edición. 1983 (recolecta estudios empíricos); GILSON & KRAAKMAN, nota 9 *supra*.

<sup>28</sup> Ver TELSER. «Why There are Organized Futures Markets». *J.L. & Econ.* No. 24. p. 1. 1981.

colectiva. Existe creciente literatura sobre las condiciones bajo las cuales la competencia entre jurisdicciones tenderá a producir reglas beneficiosas<sup>29</sup>. Nunca esta competencia es más poderosa que en el mercado de constitución de sociedades. Debido a que los inversionistas pueden trasladar sus inversiones casi a voluntad, y casi sin costos, entre empresas constituidas en diferentes estados, y a que las empresas tienen la aptitud de seleccionar y moverse al lugar de constitución casi sin costos, las jurisdicciones que eligen reglas más beneficiosas para los inversionistas atraerán y retendrán la mayoría del capital.

La economía federal tiene consecuencias en muchos aspectos del Derecho Corporativo. El poder de la competencia interestatal sugiere fuertemente que todo aspecto del derecho corporativo que sobrevive a través de las jurisdicciones y del tiempo tiende a beneficiar a los inversionistas. Esto significa que los estados que han atraído la mayor cantidad de inversiones son los que probablemente han adoptado reglas eficientes. Esto sugiere que las reglas producidas por esta competencia inter-jurisdiccional probablemente tienden más a ayudar a los inversionistas que las reglas producidas por una burocracia regulatoria nacional, que puede reprimir esta competencia<sup>30</sup>. Si la revelación obligatoria de ciertos asuntos es óptima, esperaríamos que la ley estatal requiera dichas revelaciones, porque dicha exigencia haría al estado más atractivo para los inversionistas (y por eso para las empresas).

Una conclusión importante de estos principios es que los inversionistas probablemente se beneficien de esta creciente tendencia del Derecho Corporativo hacia el tratamiento de las normas legales como un conjunto de convenios *off-the-rack* sujetos a modificación mediante la especificación en las cláusulas y los estatutos. En Delaware y en la mayoría de estados hoy en día, las empresas pueden elegir cualquier conjunto de principios organizacionales que deseen<sup>31</sup>. Estos estatutos típicamente requieren muy poca o ninguna

revelación de información para empresas operativas, aunque las leyes estatales «*blue sky*» normalmente requieren revelaciones sustanciales cuando las acciones son emitidas. Esto sugiere que los requerimientos legales de revelación de información sobre empresas existentes pueden ser innecesarios, salvo que se presenten problemas, como por ejemplo los efectos en terceros multi-estatales, que puedan impedir que la competencia inter-jurisdiccional logre el «correcto» conjunto de requisitos.

#### D. Algunas malas razones para una revelación obligatoria

La existencia de revelación auto inducida por las empresas, además de la variedad de competitivos mecanismos externos a las empresas para obtener, difundir y requerir la revelación de información, da a los inversionistas mucha información. ¿Es esta «suficiente» información? Un mercado puede sufrir un «fracaso del mercado», pero hay por lo menos cinco mercados que extraen información de las sociedades. Si es que hay un buen argumento para que el gobierno nacional imponga la revelación obligatoria, debe establecer por qué todos los demás mecanismos fracasan. Varios de los argumentos ofrecidos a favor de la revelación obligatoria quedan notoriamente cortos cuando se miden con dicho criterio.

##### 1. Incrementando la confianza en los mercados

La justificación más común para las reglas de revelación obligatoria es que ellas son necesarias para «preservar la confianza» en los mercados de capitales. Se dice que los inversionistas, especialmente los pequeños y no sofisticados, retiran su capital en detrimento de los mercados y de la economía en su conjunto cuando temen que puedan ser explotados por las empresas o por negociantes mejor informados. Las reglas de revelación impiden el fraude e igualan el «acceso» a la información, restaurando la confianza necesaria.

<sup>29</sup> Ver, e.g., MUELLER, D. «Public Choice» pp. 125-145. 1979 (recolecta fuentes); EASTERBROOK. «Antitrust and the Economics of Federalism», J.L. & Econ. No. 26. p. 23. 1983; EPPLE & ZELNITZ. «The Implications of Competition Among Jurisdictions: Does Tiebout Need Politics?», J. Pol. Econ. No. 89. p. 1197. 1981; ROSE-ACKERMAN. «Does Federalism Matter?: Political Choice in a Federal Republic», J. Pol. Econ. No. 89. p. 152. 1981. Ver en general TIEBOUT. «A Pure Theory of Local Expenditures». J. Pol. Econ. No. 64. pp. 416, 1956 (describe un modelo que proporciona una solución para el nivel de gastos en bienes públicos locales en comparación con los bienes nacionales).

<sup>30</sup> Para la aplicación de estos principios ver EASTERBROOK & FISCHER. «Voting in Corporate Law». J.L. & Econ. No. 26. p. 395. 1983. Sin embargo, existen límites al alcanzar cualquier argumento que sobreviva. Para un debate sobre la ubicación de estos límites al tratar con el *insider trading*, compare CARLTON & FISCHER, nota 1 *supra* con EASTERBROOK, nota 1 *supra*.

<sup>31</sup> Ver WINTER, R. «Government and the Corporation» 1978 (la primera discusión sobre el Derecho Corporativo y el federalismo). Ver también FISCHER, Daniel. «The Race to the Bottom. Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law». Nw. U.L. Rev. No. 76. p. 913. 1982.

Este argumento no es sorprendente; entre 1929 y 1934 los mercados de valores sufrieron grandes pérdidas de capital, lo que puede ser atribuido a la «falta de confianza» entre otros motivos, y durante los siguientes cincuenta años los inversionistas parecen haber tenido «confianza». Sin embargo, salvo que estemos satisfechos con el razonamiento *post hoc ergo propter hoc*, no podemos detenernos aquí. Hubo períodos extensos de «confianza» antes de 1934. Un porcentaje mayor del público invirtió en capital en los años veinte que en cualquier momento posterior (aunque inversiones indirectas a través de fondos mutuos y fideicomisos de pensiones hacen que la inversión sea más extendida ahora). ¿Por qué las reglas federales de revelación producen la confianza necesaria?

La explicación no puede responder que es porque el fraude reina en la ausencia de la revelación obligatoria. Hemos mostrado anteriormente que no lo hace, y que los proponentes de la revelación obligatoria no han establecido que existe menos incidencia de fraude si existen reglas de revelación que sólo con legislación anti-fraude. Mostrar la existencia de uno, diez o cientos de fraudes en los años veinte no justifica la obligatoriedad; podemos señalar un número igual de fraudes contemporáneos, desde *Equity Funding* hasta *Penn Central* y *OPM*. Así como no decimos que los recientes fraudes señalan que las leyes sobre valores no son efectivas o indeseables, dichos proponentes no pueden basarse en la existencia de fraudes en los años veinte.

Esto no es decir que la confianza no sea importante. Un inversionista que cree que el mercado tiene un juego justo y limpio invierte más en capital y gasta menos investigando. Ambos son fuentes de ganancia económica. Pero para elaborar este argumento de la confianza, uno podría necesitar mostrar que toda reducción del fraude atribuible a las reglas de revelación es más valiosa que los costos de administrar dichas reglas. Ninguna regulación puede justificarse satisfactoriamente sin un análisis así: sostener que la revelación reduce el fraude sin acarrear costos hace tanto sentido como argumentar que se reducen los accidentes automovilísticos exigiendo que los automóviles se fabriquen con planchas de 5 pulgadas de acero. Debido a que no hay buena evidencia de que las reglas de revelación obligatoria reducen la incidencia de fraudes, el análisis

costo-beneficio no muestra beneficios mayores que los costos.

Aunque existiera mejor evidencia de la cantidad de fraude, necesitaríamos analizar los costos marginales de la revelación obligatoria, «separando» las diferentes vías (tales como el registro, los prospectos, el formulario 10-K y otros mecanismos de revelación) y viendo la revelación necesaria para cada una de ellas. Puede ser, por ejemplo, que un estilizado requisito de revelación para el registro tiene beneficios que exceden los costos pero que el sistema de revelación por poder tiene costos netos. No podemos saber al nivel en que se encuentra la teoría. Todo lo que podemos señalar es que después de cincuenta años, los proponentes de la regulación no tienen evidencia científica aceptable sobre un ratio costo-beneficio favorable para ninguna regla de revelación que se base en los beneficios de reducir el fraude o aumentar la confianza.

## 2. Protección a inversionistas no sofisticados

El compañero del argumento del «fraude» es que los inversionistas no sofisticados necesitan una protección especial. Algunos dicen que los inversionistas desinformados son inversionistas explotados; en la medida que cualquiera que sabe menos obtendrá un acuerdo en desventaja. Otros sostienen que ese temor a ser explotados corroe la confianza si estos inversionistas pierden o no. Las reglas de transparencia tratan de igualar condiciones en el acceso y la simplificación de la información, así todos pueden entenderla, vencer el problema, como quiera que éste se presente.

Este argumento es tan no sofisticado como los inversionistas a los que supuestamente protegen. No entiende la disciplina del mercado que tiene el rol de determinar la información en el precio. Es así que los inversionistas más informados se comprometen en cantidades suficientes para la búsqueda de la información y contratan, entonces los precios del mercado reflejarán toda la información que se encuentre públicamente disponible<sup>32</sup>. Los actos de los inversionistas informados influyen en el precio hasta que estos inversionistas queden satisfechos con el precio sobre la base de la información; el precio no puede ser

<sup>32</sup> Existe una enorme literatura sobre el tema que refleja que el precio eficiente se puede obtener de la información disponible. Ver: BANOFF. «Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415». Va. L. Rev. No. 70. p. 135. 1984; FOX. «Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis». Va. L. Rev. No. 79. June 1984. Ver: GILSON y KRAAKMAN. Op. cit. Para una discusión más técnica ver FAMA, E. «Foundations of Finance». pp 133-168. 1976.

«mejorado» hasta que aparezca una nueva información. Los inversionistas desinformados, actuando como *free riders*, pueden tomar libremente la información revelada por el mercado: ellos obtienen el mismo precio recibido por los inversionistas sofisticados sin tener que hacer ninguno de los trabajos de aprehensión de la información. Estos inversionistas simplemente se «endosan» la información: ellos tienen que leerla o desecharla, aún así esto no los hace buenos porque sólo configuran un «sombrero viejo» para los inversionistas profesionales y no pueden influir en el precio<sup>33</sup>. Los inversionistas informados obtienen también recompensas por su nueva información toda vez que se encuentran ligeramente adelante del resto del mercado. Tales recompensas no se encuentran «en el gasto» del menos informado; ellos son compensados por el esfuerzo que beneficia a todos los inversionistas. No importa lo que dispongan las reglas de transparencia, el «inversionista promedio» que obtiene la revelación de las declaraciones por correo siempre aprovechará demasiado tarde cualquier negocio disponible a diferencia de quienes usan la información primero.

La parte de la «confianza» del argumento no es más fuerte que la contienda en la que el desinformado es explotado de hecho. Si ellos no son tan explotados, entonces lógicamente no temerán la explotación y de esta manera no se presentará una escasez de confianza. En verdad, uno puede decir que los inversionistas irracionalmente carecen de confianza para que las reglas de transparencia obligatoria sean necesarias, pero esto no se acerca a una tautología. ¿Cómo podría probarse o refutarse? ¿Estamos dispuestos a aceptar que hay inversionistas irracionales que siempre sospechan que los inversionistas informados obtienen ventajas secretas pero que esto no los dirige? Estos inversionistas paranoicos pueden protegerse a sí mismos a un costo mínimo. Ellos pueden, por ejemplo, poner su dinero en manos de asesores financieros o directores profesionales de fondos de inversión de valores, así obtendrán para sí mismos

cualquier ventaja que puede obtener las personas enteradas<sup>34</sup>. La existencia de desigualdades en la información -verdadera o imaginaria -es por lo tanto un sustento inadecuado de las reglas de transparencia obligatoria.

### 3. Incremento del suministro de información verdadera

Una tercera justificación común para las reglas de transparencia obligatoria es la necesidad de proporcionar a los inversionistas, especialmente a los inversionistas sofisticados, la información valiosa para que tomen sus decisiones. Bajo esta justificación, es poco importante si el inversionista promedio tiene igual acceso o puede entender la información. El foco está en obtener la información para el mercado, con poca importancia respecto de quien la obtiene primero<sup>35</sup>. Este argumento, en otras palabras, asume que los precios reflejarán la información de manera eficiente; y justifica la transparencia a cuenta de su efecto beneficioso en la certeza de los precios.

Ahí bien pueden ser ganancias obtenidas de una transparencia adicional del mercado. Hemos discutido las razones por las cuales los incentivos privados de transparencia, aún con respecto a la competencia entre mercados y estados, no producirá toda la información y puede no producir una cantidad adecuada. Si las leyes federales de transparencia reducen los costos de los inversionistas que llegan a informarse, ellos aumentarán sus retornos netos, y los mercados de capital serán capaces de asignar los fondos a usuarios que más altos los valoren.

Sin embargo, uno debe tener cuidado de caer en la falacia de pensar que si alguna información es buena, el resto de información es mejor. Esta no es suficiente razón para demostrar que las reglas de transparencia han llevado a las corporaciones a revelar más información hoy en día que la información que revelaron antes de 1933. La información

<sup>33</sup> Ver FISCHEL. «Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities». Bus. Law. No. 38. p. 1. 1982. (contiene la más completa discusión sobre este argumento). Para una discusión general de cuán no compradores benefician de las acciones de compradores en mercados competitivos ver SCHWARTZ y WILDE. «Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: A Legal and Economic Analysis» Pa. L. Rev. No. 127. p. 630. 1979.

<sup>34</sup> La información sugiere fuertemente que las personas informadas del mercado -inversionistas profesionales y asesores financieros- no obtienen ventajas. Ver, por ejemplo, CRAGG, J. y B. MALKIEL, «Expectations and the Structure of Share Price». 1982. Hay muchos inversionistas informados que compiten entre ellos previniéndose de dar cuenta de las ventajas. Sin embargo, «la protección uniformada» es un argumento débil aunque hayan ventajas escondidas. Una elaboración del argumento aparece en el texto de EASTERBROOK y JARRELL. Op. cit. pp. 79-83. Ver también FISCHEL. Op. cit.

<sup>35</sup> La implementación es un punto frecuentemente conflictivo con el de asegurar que la información sea accesible a inversionistas no sofisticados. Ver ANDERSON. «The Disclosure Process in Federal Securities Regulation». Hastings L.J. No. 25. p. 311, 1974.

es cara, y los costos son soportados en gran parte por los inversionistas. El hecho de si los inversionistas se benefician con más información depende de si los beneficios marginales por incrementos de conocimiento exceden los costos marginales. Nadie discutiría que los inversionistas tendrían ganancias netas si Chrysler «revelara» el contenido de sus archivos corporativos, el precio de la compra de cada cinturón de transporte y los detalles de su estrategia de negociación con sus empleados. Así la observación acerca de que más información es revelada hoy en día que hace cincuenta años puede mostrar que hay una excesiva transparencia y una cantidad adecuada de información que hace cincuenta años, o puede mostrar que las condiciones han cambiado con el tiempo y que los inversionistas ahora demandan más información. Si esto es verdad, la cantidad de transparencia habría aumentado con o sin un estatuto.

Hay alguna ironía en el argumento que señala que las reglas de transparencia obligatoria traen consigo información valiosa al mercado. Muchas de las reglas de transparencia prohíben la transmisión de información en ciertos tiempos y de ciertas formas. El adelantarse y recomendar reglas restringe las declaraciones pre-distributivas. La información más importante para el mercado involucra el futuro; lo que es del pasado ya fue reflejado en el precio. Aún por más de cuarenta y cinco años la SEC desalentó a las empresas de hacer cualquier proyección de ganancias u otras revelaciones mirando al futuro, sustentándose en que tal información desubicaba inherentemente a los inversionistas. La regla número 175, publicada en 1979 después de un largo estudio, que permite la revelación de proyecciones y pronósticos, estipuló que éstas son adecuados soportes (esto es, todavía atados a hechos del pasado). Para entender las reglas de transparencia como éstas son o eran, uno debe explicar estas restricciones y omisiones de la información junto con las reglas de transparencia obligatoria.

### III. LAS REGLAS DE TRANSPARENCIA COMO RESPUESTA A LOS EFECTOS EN TERCEROS, A LOS ERRORES LEGALES Y A LA BUSQUEDA DE RENTAS

Aunque las razones generalmente avanzadas para justificar las disposiciones legales de la transparencia en las normas del mercado de valores no son convincentes, creemos que existe una línea más plausible de la argumentación al respecto, la cual (a nuestro conocimiento) no ha sido previamente

desarrollada. Explicaremos este argumento en las líneas siguientes.

A. Los objetivos de los requerimientos de transparencia

#### 1. Controlar los efectos en terceros

Discutimos en la Parte II.B. tres razones por las cuales el modelo del interés propio de la transparencia talvez no dirija precisamente a la revelación óptima de información: (1) alguna información incumbiría la industria así como también la empresa, y las empresas subproducirían esta información porque no podrían cargar con los beneficios consultados en otras empresas y porque además querrían obtener los planes de otros sin revelar sus propios planes; (2) la información comparada sería sub-producida a causa de la incapacidad para procesarla; (3) Las empresas no tendrían los incentivos apropiados a efectos de crear una fórmula de menores costos para la transparencia. Discutimos los métodos privados y los métodos del estado porque éstos pueden ser dirigidos, pero las soluciones serán incompletas (por lo menos cuando son comparados en un mundo sin costos de transacción). Las organizaciones privadas no pueden obligar la adhesión, así que se presentarán problemas de resistencia. La competencia entre los estados no puede obtener todos los beneficios a causa de la naturaleza interestatal de algunos de estos efectos; si resistir está en el interés de algunas empresas, éstas podrían pagar a los estados para ser considerados como opositores.

#### 2. El control la explotación interestatal

Esta dificultad en la coordinación de la revelación de información por la competencia entre estados refleja el hecho que tal competencia jurisdiccional es más efectiva cuando las consecuencias de una decisión se experimentan en una sola jurisdicción. Porque sólo una ley estatal gobierna los «asuntos internos» de una corporación, la competencia puede ser efectiva. Las reglas de transparencia para una empresa constituida en el estado D, por contraste, afectan a muchas empresas constituidas en otros estados. En efecto, la naturaleza multiestatal del mercado de valores genera oportunidades a los estados para procurar explotar a los inversionistas cuyo domicilio se encuentra ubicado en otro estado.

Considere el problema de una firma constituida en el estado D que prescribe la revelación de los hechos X, Y, y Z. Suponga por el momento que esta cantidad de información es óptima;

la revelación de información adicional costaría más que los beneficios concedidos a los inversionistas. Los inversionistas se encuentran en toda la nación. Un grupo de inversionistas que viven en el estado N quizás traslade el litigio allí, sosteniendo que bajo la ley del estado N, la empresa debió haber revelado la información Q. Puede estar bien en los intereses del estado N sostener este reclamo y ordenar a la empresa pagar los daños a los residentes del estado N, aun si los funcionarios del estado N supieran que la revelación de la información Q es contraproducente. Esto es así porque la mayor parte de los inversionistas viven fuera del estado N y no serán destinatarios de daños. El dinero para pagar a los residentes del estado N provendrá de los residentes de otros estados. El estado N puede tomar la ocasión para «explotar» a los residentes de otros estados, una vez que la empresa está en su camino<sup>36</sup>. Los residentes del estado N ganan más de la prima de los daños que lo que ellos pierden de la «ineficientemente relevada» información del futuro, toda vez que los costos de la revelación de esta información serán soportados por los otros cuarenta y nueve estados. Los residentes del Estado N terminan con 100% de los beneficios del pago de la transferencia, mientras que pagan un porcentaje más pequeño por los costos de la revelación de la excesiva información futura.

Si el estado N procura tal explotación, entonces otros actores en los mercados se adaptarán. Las empresas pueden vender menos acciones en el estado N, pero no podrán prevenir emigrar hacia allá. Las empresas pueden comenzar a revelar el hecho Q, pero por hipótesis esto no es óptimo, y la revelación del hecho Q no prevendrá al estado N de insistir en la revelación de una nueva información en el mañana. Finalmente, cabe destacar que otros estados pueden vengarse: en efecto, pueden penalizar las empresas constituidas en el estado N si éstas no revelan el hecho Q en sus acuerdos o contratos con residentes de otros estados. Un equilibrio vengativo podría desarrollarse en los estados sistemáticamente llamados para exigir la revelación de demasiada información a empresas constituidas en otros estados.

Todos estarían mejor si los estados desisten de tales tentativas para explotar a los residentes de otros estados, pero puede ser caro controlar

esta explotación. Las naciones usan las tarifas para proteger a sus nacionales a costa de otros, y aprueban acuerdos muy duros para llevar a cabo estos esfuerzos. El comercio, los privilegios y las inmunidades, y las cláusulas de las funciones interestatales deben su existencia, por lo menos en parte, al reconocimiento de que similares problemas pueden ocurrir entre estados. Pero las normas constitucionales (y las decisiones judiciales que aplican la cláusula del comercio para prevenir un favoritismo crudo del estado a sus residentes) no han prevenido todas las formas de explotación. Uno puede entender mucho de los tributos estatales modernos y de la ley de responsabilidad por productos y las doctrinas actuales del conflicto de leyes como esfuerzos para favorecer a los residentes a costa de los no residentes. Solamente la regulación federal puede ser capaz de prevenir que los estados se dediquen a la explotación en las transacciones de valores.

### 3. El control de los costos del proceso legal del *common law*

La ley estatal del fraude que existió en 1933 tuvo la elasticidad consuetudinariamente fundada en el *common law*. Los estados prohibieron no solamente las mentiras directas y totales sino también las declaraciones que desorientaban al lector con su lectura por ser información selectiva u omitida o por el idioma ambiguo<sup>37</sup>. La calculada ambigüedad del *common law*, sin embargo, tiene costos sustanciales.

El primero de esos costos es el riesgo. Una parte no puede saber, hasta en un largo tiempo después de la ocurrencia del hecho, si sus actuaciones configurarían una infracción de la ley. Las empresas que revelan lo que creen apropiado para los inversionistas pueden ser sorprendidas al darse cuenta, en años posteriores, de que no revelaron la información suficiente o correcta. Este es un riesgo innecesario, y mientras el riesgo es más grande, se incrementa el costo del capital de la empresa. Los inversionistas estarían mejor pudiendo reducir el riesgo sin que esto genere alguna reducción correspondiente en las perspectivas de la empresa. Los inversionistas pagarían por información cierta, y ellos podrían estar mejor aun cuando parte del precio de tal certeza fuera información que resultaría «excesiva» si el riesgo no fuera importante.

<sup>36</sup> Ver LEVMORE. «Interstate Exploitation and Judicial Intervention». Va. L. Rev. No. 69. pp. 563, 619-626. 1983. Para una aplicación de este principio a varios problemas, incluyó la regulación de adquirentes de control multiestatales.

<sup>37</sup> Ejemplo, Restatement of Torts § 529. 1938.

El litigio es caro también. Las partes invertirán en el juicio hasta que el último dólar gastado genere la recuperación de apenas un dólar. Ellas gastan más -porque los acuerdos son más duros de golpear- cuando hay más riesgo. Los problemas respecto a valores mobiliarios a menudo son bastante grandes, y los riesgos de fraude en el litigio son correspondientemente grandes. Así, los recursos invertidos en litigios podrían resultar inmensos. Y estas inversiones a menudo son socialmente ruinosas; cuando solo sirven para gastar mucho dinero existente, antes que crear o mantener el suministro de precedentes legales, son ruinosas<sup>38</sup>. Todos quizás ganen si las empresas y los inversionistas encontraran alguna manera de reducir el monto generado por el litigio. Si, por ejemplo, fuera posible crear un mecanismo administrativo para determinar por adelantado si la revelación de alguna información es adecuada, los costos totales de tal revelación podrían caer. Otra vez, los inversionistas quizás estarían mejor, aun si la parte del costo del sistema administrativo estuviera configurada por información excesiva en un mundo sin costos de litigio.

## B. Los contornos de una eficiente transparencia obligatoria

Existen, a fin de cuentas, algunos beneficios potenciales de la transparencia obligatoria. Si éstos son realizados en los hechos es una cuestión empírica. No deseamos cometer la falacia del Nirvana al afirmar que si los mercados son «imperfectos» entonces la regulación debería ser mejor. Detectar las «imperfecciones» de los mercados puede resultar no más útil que observar que todas las cosas buenas tienen costos irreducibles, tanto como el pago por el acero es un costo de la construcción de un auto antes que una «imperfección» en el mercado de automóviles. La regulación es más propensa al fracaso que el mercado, porque hay pocas fuerzas automáticas que corrigen las regulaciones que se encuentran erradas. El sistema regulatorio carece de un competidor, y el solo hecho de la misma regulación a menudo suprime la información necesaria para detectar el fracaso regulatorio.

La indagación inicial es si las características del sistema regulatorio federal rastrean aquello que esperaríamos ver si las reglas de transparencia están lo razonablemente bien diseñadas para lograr el objetivo que hemos inspeccionado. Las características implicadas en nuestra discusión son:

1. El estándar, la transparencia habitual.
2. La transparencia por todas las empresas interestatales pero por ninguna empresa intraestatal.
3. Un énfasis en hechos históricos.
4. Una prohibición correspondiente a la revelación escrita de información de otros hechos o de «variaciones» orales de lo que se informó por escrito.
5. La revisión previa de la información revelada y otros instrumentos de reducción de riesgo.
6. El uso económico de una prueba de «omisiones materiales» para encontrar el fraude en documentos escritos de revelación de información.

Las leyes de valores mobiliarios personifican todos estos elementos. Nosotros ahora especificaremos por qué estos elementos son las respuestas apropiadas a los costos de la revelación y cómo las leyes de valores los proporcionan.

## C. El modelo de los requerimientos de transparencia obligatoria

### 1. El estándar: la transparencia habitual

La estandarización de la transparencia va directamente al corazón de los efectos de las partes discutidos en la Parte II.B. y III.A. La imposición de un formato y momento uniformes de revelación y transparencia facilita el uso comparado de lo que se revela y ayuda a crear un idioma eficiente en la revelación. Si cada empresa debe revelar las mismas cosas, habrá beneficios recíprocos para cada inversionista de la empresa aunque ésta se obligará a revelar sus ventajas a sus rivales.

Las leyes de valores mobiliarios estandarizan la transparencia creando «listas» o «agendas» para que sean completadas por cada empresa en un tiempo designado y dando poder a la SEC para promulgar y definir el plazo. La SEC ha utilizado su poder regulatorio para crear muchas formas de revelación y transparencia apropiadas al tamaño de las empresas y las industrias en que operan<sup>39</sup>. Existe, por ejemplo, una forma especial para corporaciones dedicada a la extracción de minerales. Las firmas más grandes revelan menos información que otras (El *Schedule S-3*, para las empresas más grandes, es bastante aerodinámico en reconocimiento al hecho de que los mercados generan magníficas cantidades de información acerca de tales firmas). La especificidad magnífica de estas agendas regulatorias

reducen los costos de efectuar la revelación y aumentan el valor comparativo de lo que se revela.

2. La transparencia por todas las empresas interestatales pero por ninguna empresa intraestatal

El requisito de la transparencia universal responde al problema de los efectos en terceros, problema discutido anteriormente por la prohibición de la resistencia de algún jugador sustancial. Toda ganancia proveniente de las revelaciones de información de otros; todo debe pagarse haciendo sus propias revelaciones. La diferencia entre empresas con inversionistas en muchos estados, y de estos inversionistas con inversionistas en un estado, responde también directamente al problema de la explotación interestatal discutida en la Parte III.A.2. Sólo cuándo los valores se dispersan entre muchos estados, en donde cada estado piensa poder «exportar» la concesión del daño y los costos de la revelación de la excesiva información, se presenta un riesgo de tal explotación. Cuando la mayoría de inversionistas de la empresa vive en una jurisdicción, sin embargo, la exportación llega a ser difícil, y la competencia entre jurisdicciones es más probable de dirigir reglas óptimas.

Los estatutos ejecutan este enfoque restringiendo la revelación inicial (en el momento que la acción es publicada) a valores del comercio interestatal. La sección 3(a)(11) de la *Securities Act* de 1933 exige las ventas intraestatales y las reglas publicadas por la SEC ofrecen todavía exenciones más amplias para las transacciones que son llevadas a cabo principalmente dentro de un estado<sup>40</sup>. La subsiguiente revelación de información (los informes anuales y los formatos 10K, las materias de poderes, etc.) es restringida a empresas que comercian en intercambios nacionales o que tienen más de un número determinado de inversionistas. Están efectivamente exentas del alcance de las

reglas todas las corporaciones pequeñas o de accionariado cerrado.

Mucha gente encuentra misteriosa la exención de estas pequeñas empresas y la de las empresas de acuerdos intraestatales porque cree que tales transacciones pequeñas (con inversionistas menos sofisticados) son aquellas en las cuales el fraude es más probable y en las cuales los mercados de acciones y el análisis profesional de la inversión ofrecen menor protección. Ellos encuentran las exenciones justificadas, acaso en todo, solamente por la necesidad de reducir los costos de hacer colocaciones relativamente pequeñas. Nuestro enfoque, por otro lado, no necesita dispensar la falta de atención de los estatutos relativa a las ofertas pequeñas. La estructura de las normas se sigue lógicamente de la habilidad de las reglas estatales para ofrecer las estructuras óptimas en estados individuales pero no en transacciones multiestatales.

Esto permite abrir la pregunta sobre por qué las leyes de valores mobiliarios reducen la explotación interestatal. Los estatutos no prohíben expresamente los daños de los juicios desarrollados por tribunales estatales; de hecho, los estatutos tienen cláusulas de ahorro. Sin embargo, hay muy pocos fallos de los tribunales del estado que podrían ser caracterizados como explotadores. Algunos de éstos pueden ser atribuibles a la previa revisión y a las características de puerto seguro de caja fuerte de los estatutos discutidos abajo; algunos pueden ser atribuibles a la amenaza de que la Corte Suprema interpreta los estatutos federales prohibiendo la explotación, a pesar de las cláusulas de ahorro, como una carga en el comercio interestatal<sup>41</sup>. Nosotros no necesitamos ofrecer una explicación completa aquí; algo en la estructura de las leyes federales tiene de hecho parados los casos de valores siguiendo los modelos del fracaso para advertir los casos de responsabilidad por productos.

3. Un énfasis en hechos históricos

<sup>38</sup> Ver EASTERBROOK. «Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information». *Sup. Ct. Rev.* pp. 309, 359-364. 1981; SHAVELL. «The Social Versus the Private Incentive to Bring Suit in a Costly Legal System». *J. Legal Stud.* No. 11. p. 333. 1982.

<sup>39</sup> La Comisión, sin embargo, no ha regulado significativamente la profesión de contabilidad. Nuestro argumento general a favor de un lenguaje común de transparencia puede parecer implicar la regulación sustancial de la contabilidad. La dificultad aquí está que nadie sabe la cantidad óptima de estandarización. Las tentativas de la SEC para prescribir convenciones contables pueden ser prematuras, eliminando el desarrollo evolutivo de «mejores» convenciones. Puede ser que una regulación más efectiva debería permitir que la profesión de contabilidad establezca un idioma de uso común y entonces prevenir las desviaciones significativas y engañosas de su actual uso. Ver KITCH. «Book Review» *U. Chi. L. Rev.* No. 47. pp. 394, 400-402. 1980.

<sup>40</sup> La regla 147 creó una excepción a la matrícula cuando más de 80% de las inversiones provienen de un estado y más de 80% será invertido allí. La regulación A otorga una excepción adicional a ciertas pequeñas ofertas con carácter de costumbre utilizadas en ofertas intraestatales.

<sup>41</sup> Ver *Edgar v. MITE Corp.*, 457 U.S. 624 (1982) (las leyes preferenciales de los estados que regulaban a los oferentes de control fueron vistas por las Cortes como explotadoras)

Una enumeración de hechos objetivos específicos es el método de menor costo de la revelación de información. Los hechos históricos son también los más fáciles de comparar a través de las empresas. La comprobación es más barata y las reglas del fraude trabajan mejor (como en la parte I.B se mostró) cuando se aplican a las declaraciones de hechos históricos. Nuestro enfoque por lo tanto predice que las reglas de valores acentuarían tales revelaciones objetivas, saliendo de las fuerzas del propio mercado cualquier revelación de información adicional orientada al futuro.

Las leyes y las regulaciones han promovido verdaderamente las declaraciones mirando hacia atrás, a pesar de muchas críticas académicas que indican que el mercado pone más peso en el desempeño y las ganancias futuras. Las agendas de la SEC acentúan la revelación de las ganancias, el costo de las ventajas y activos, entre otras, con poco más que un asentimiento de cabeza pasajero a los «planes» e información semejante acerca de sus perspectivas. Hasta la promulgación de la regla número 175 en 1979, un emisor actuaba en el gran peligro de decir algo acerca de las ganancias anticipadas o de sus productos nuevos. Hoy existe un «puerto seguro» para las proyecciones, que los protege de ser el motivo de una responsabilidad futura en la mayoría de los casos. Esto efectivamente permite proyecciones en el mercado: ellos no son requeridos ni penalizados.

4. Una prohibición correspondiente a la revelación escrita de información de otros hechos o de «variaciones» orales de lo que se informó por escrito.

Las reglas de transparencia se diseñaron para facilitar el uso de un lenguaje común y las comparaciones entre las empresas deben desarraigar los métodos novedosos de revelación; la novedad de una revelación de información de una empresa puede erosionar la utilidad de las revelaciones en la comparación. Una empresa

podría negar a los inversionistas en otras empresas las ventajas recíprocas de la revelación escogiendo para revelar las cosas que son lo suficientemente excepcionales y que los estándares ordinarios de la comparación no podrían emplear.

Cualquier esfuerzo para reducir los costos del litigio, además, deben asegurar que las revelaciones escritas en el archivo de la SEC sean revelaciones operativas. Si un conjunto de revelaciones se aplica a todos los inversionistas, entonces es posible litigar los casos de valores mobiliarios como acciones de clase, con la consecuente reducción en el costo por inversionista y un aumento en la probabilidad de la recuperación en por lo menos alguna cantidad. La revelación será el núcleo del reclamo, y las dificultades que a menudo surgen en casos de responsabilidad o de contratos («El contrato dice X, pero el vendedor dijo Y») pueden ser evitadas.

Cuando todos inversionistas tienen un reclamo común, además, la adición de sus reclamos en un solo juicio presentará a la clase con los estímulos correctos. Los inversionistas solitarios desatenderán el valor del precedente del juicio para otros y así tenderán a la sub-inversión. Los abogados de una clase en un proceso judicial, por el contrario, tenderán a considerar los intereses de todos los inversionistas decidiendo las sumas apropiadas para gastar en la investigación de los reclamos y continuar el juicio. Porque todas las partes interesadas están delante del tribunal, no existen efectos significativos en terceros<sup>42</sup>.

Las leyes de valores mobiliarios siguen un camino consistente con este punto de vista. El énfasis está en la revelación escrita. La sección 5 de la *Securities Act* de 1933 prohíbe las declaraciones orales o escritas que preceden o difieren de las revelaciones de información prescritas. Aunque las empresas que venden valores en el mercado secundario pueden y hacen revelaciones orales de información –las cuales son necesarias para revelar muchos hechos específicos de la empresa – las cortes se rehúsan a recibir reclamos cuando estas declaraciones orales difieren de las escritas<sup>43</sup>. Esto asegura el

<sup>42</sup> En la economía de la investigación y del litigio cuando múltiples partes mantienen intereses propios en un reclamo, versus menos difusión de su reclamo. LANDES, William y Richard POSNER. Should Indirect Purchasers Have Standing to Sue Under the Antitrust Laws?: An Economic Analysis of the Rule of *Illinois Brick*. U. Chi. L. Rev. No. 46. p. 602. 1979. Es cierto que aunque la «clase» tenga incentivos correctos, los abogados de dicha clase no los tendrán. COFFEE, John. Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working. Md. L. Rev. No. 42. p. 215, 1983; ROSENFELD. «An Empirical Test of Class Action Settlements» J. Legal Stud. No. 5. p. 113. 1976. Este es otro problema, sin embargo. No interesan los incentivos de los abogados, aquellos que representan una clase tienen mejores incentivos que aquellos que representan a partes aisladamente.

<sup>43</sup> *Zobrist v. Coal-X, Inc.*, 708 F.2d 1511 (10<sup>th</sup> Cir., 1983) (despidiendo un juicio porque la parte se fió que la declaración oral supuesta no podría mostrar confianza; en otras palabras, el tribunal rechazó permitir que las declaraciones orales contradigan las efectuadas por escrito). El mismo resultado sería logrado por una aplicación rigurosa de la regla de la evidencia de parol. Las consideraciones avanzadas en *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 1975., caso en el que se discuten las dificultades que surgen cuando una persona puede litigar sobre la base de declaraciones personales acerca de cómo las revelaciones influyen en la inacción, tienden a un resultado semejante.

control escrito. Excepto en el caso de los acuerdos pequeños o transacciones individuales con corredores, las declaraciones orales se muestran ampliamente irrelevantes.

#### 5. Revisiones previas y puertos seguros

La revisión administrativa previa puede ser mucho más barata que la subsiguiente y arriesgada decisión judicial. Las partes estarían dispuestas a la revelación de sobre-información para reducir el riesgo.

Las leyes de valores mobiliarios toman la revisión previa como la vía de reducción de riesgo de distintas maneras. Durante mucho tiempo los funcionarios de la SEC revisaron cuidadosamente cada una de las declaraciones de matrícula y cada uno de los prospectos antes de permitir su entrada en vigencia. Aunque el proceso de revisión no generó una inmunidad legal formal, éste se convirtió en una práctica importante porque el proceso administrativo aseguraba la conformidad de todas las formalidades y generaba precauciones de revelación de sobre-información. (Esta regularidad de la práctica y de la revisión también contribuyó a la habitualidad de la revelación de información, y dentro de los últimos diez años la SEC ha sido capaz de fiarse de la pericia acumulada de su equipo para mantenerse al ritmo de las formas sin una revisión detallada<sup>44</sup>.)

Las materias no cubiertas por la revisión previa son cubiertas por regulaciones de puertos seguros -las provisiones toman ventaja en las secciones 19(a) de la *Securities Act* de 1933 y 23(a)(1) de la norma de 1934. Estos estatutos dicen que nada hecho de buena fe en la confianza de las reglas de la SEC será la base de una posible responsabilidad bajo las normas de valores. Estas regulaciones de puerto seguro a menudo requieren a una empresa tomar una serie complicada de pasos para obtener tal protección; de aquí en adelante es la atracción y el desafío en la práctica forense de valores mobiliarios para los abogados. Desde el punto de vista de los inversionistas, sin embargo, las regulaciones ofrecen una manera de reducir su exposición al riesgo, a menudo intercambiándola por revelación muy pequeña de información.

El resultado de los procedimientos disponibles bajo las leyes es que mientras las empresas afrontan grandes e imprevisibles responsabilidades con respecto a los productos que hacen, éstas afrontan responsabilidades muy pequeñas esperadas con respecto a los valores que emiten -aunque el rendimiento de sus productos es más previsible que los precios de sus valores mobiliarios. Uno debe mirar con cuidado para encontrar casos generadores de responsabilidad en base a documentos de transparencia preparados en el curso ordinario y presentado a la SEC. Existe una gran cantidad de casos generadores de responsabilidad, pero casi todos implican las ventas de pequeñas empresas o algunas otras transacciones específicas y con personas específicas. La incidencia de responsabilidad prueba nuestro punto básico: las reglas de transparencia amplias son muy efectivas para reducir el riesgo en el intercambio de modificaciones secundarias de revelación de información de las empresas.

#### 6. El uso económico de una prueba de «omisiones materiales»

Todos los métodos para generar transparencia y producir certeza que hemos discutido podrían ser desechados por una definición amplia de no transparencia fraudulenta. Los estatutos y las reglas prohíben la omisión de información material que es necesaria para hacer que la transparencia oriente a los inversionistas. Los términos como «material» y «desorientar» son vagos e imprecisos. La SEC y los tribunales los podrían leer para requerir ilimitada y dudosa información, lo cual socavaría cada uno de los recursos que hemos discutido. Otra vez la analogía de la responsabilidad por daños es instructiva. Los tribunales han estado imponiendo responsabilidades estupendas para «el fracaso de advertir» ciertos peligros, la responsabilidad por daños es el equivalente de la omisión materialmente desorientadora.

En casos de valores mobiliarios, sin embargo, el estándar material de omisión se ha limitado. La Corte Suprema ha concluido que una omisión es material sólo si «hay una probabilidad sustancial de que un inversionista

<sup>44</sup> Ver PASHIGIAN. «Regulation, Preventive Law, and the Duties of Attorneys, in *The Changing Role of the Corporate Attorney*» (W. Carney ed. 1981)

<sup>45</sup> *TSC Indus. v. Northway Inc.*, 426 U.S. 438, 449, 1976.

razonable la considerara importante para decidir cómo votar»<sup>45</sup>. En el caso que contiene esa definición, el Tribunal sostuvo que una omisión es no material cuando al informar un paquete de acciones, valorado en una revelación de información inicial en un determinado precio, éste pueda valer tanto como veinte por ciento menos. El Tribunal razonó que en tanto otra información sea revelada el cambio en el precio pudiera razonablemente haber sido inferido, y que en cualquier caso, la no revelación está limitada en la medida que fuera revelada para no ser base de responsabilidad.

Bajo este estándar de materialidad, las revelaciones amplias de información requeridas por las formas y agendas de la SEC ofrecen un aislamiento de esfuerzos subsiguientes para mostrar omisiones materiales. La estandarización y las funciones de reducción de riesgos se pueden lograr. En verdad, muchos casos en los tribunales más bajos encuentran ciertas omisiones en la revelación formal de documentos «materiales»; nosotros no podemos negar que algunos de estos asideros implican omisiones que eran triviales y poco importantes en la mayoría de las perspectivas. Pero con sólo una o dos excepciones<sup>46</sup>, estos casos no conceden daños a los demandantes. El proceso de emisión de valores parece casi libre de responsabilidad. Los tribunales estatales, actuando bajo leyes estatales, han usado muchas definiciones amplias de responsabilidad, dando crédito a las hipótesis de la explotación interestatal<sup>47</sup>. La existencia de cinco o diez «omisiones materiales» tienen cada año requerimientos en los casos federales, por otro lado, no corroen la observación más importante: los daños se producen raramente si nunca se dispone a cuenta las omisiones en papeles formales revisados por la SEC.

La estandarización y las funciones de la reducción de riesgo de la regulación de valores mobiliarios se han logrado con mucho menos éxito en el mercado secundario. En años recientes, ha sido cada vez más común que un precipitado declive del precio de las acciones venga seguido de una serie de litigios que desafían la certeza y lo adecuado de la información revelada previamente por la empresa. A menudo, las alegaciones de omisiones materiales están en el centro de tales litigios. Quizás la diferencia con las nuevas

emisiones en el mercado es que una vez que las acciones han sido emitidas, las empresas no tienen libertad para efectuar declaraciones cautelosas como las que acompañan a las nuevas emisiones. La oscuridad indebida quizás sea representada como manipulación. Cualquiera sea la explicación, la continua recepción por los tribunales de alegaciones de omisiones materiales en revelaciones de empresas tenderá a corroer la función de reducción del riesgo de la regulación de valores mobiliarios.

#### IV. LA EVIDENCIA EN COSTOS Y BENEFICIOS

Hemos sugerido hasta ahora una confusión de argumentos en pro y contra. Hemos resumido cómo los auto intereses trabajan en la revelación de información, por qué los estímulos privados pueden permitir la revelación de información en un nivel sub-óptimo, cómo las acciones colectivas privadas y estatales pueden dirigir o pueden fallar en la dirección de estos problemas, y por qué las bases usuales ofrecidas por la legislación federal son débiles. Todas estas afirmaciones claman ser probadas. Después de cincuenta años, ¿qué podemos decir a favor o contra de estos argumentos lógicos? Como resulta obvio, podemos decir muy poco. Ni el costo ni el beneficio permiten una medida fácil.

##### A. Los costos directos

Los costos directos de la regulación de valores mobiliarios son aquellos de compilación, difusión y de litigio de la información, junto con los costos generados para mantener la SEC (ambos costos son soportados por el gobierno y por las partes que se presentan ante la agencia). Estos costos incluyen los costos de oportunidad de quienes participan en el proceso de revelación (ejecutivos corporativos, abogados, personal), los gastos extras de imprimir y enviar los documentos y las reglas acerca de la revelación.

Dos economistas han procurado medir estos costos. Ellos proponen un pago directo excedente de billones de dólares para 1980 - y esto no incluye el costo de oportunidad de los empleados de las empresas emisoras<sup>48</sup>. Estos economistas observan, sin embargo, que las empresas voluntariamente incurrir en

<sup>45</sup> TSC Indus. v. Northway Inc., 426 U.S. 438, 449, 1976.

<sup>46</sup> Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).

<sup>47</sup> Lynch v. Vickers Energy Corp., 429 A.2d 497, 501-04 (Del. 1981)

(sobre la regla en parte de Weinberger v. UOP, Inc. 457 A.2d 701, 703-04 (Del. 1983)).

<sup>48</sup> PHILLIPS y J. ZECHER. «The SEC and the Public Interest» pp. 27-51. 1981.

costos muy distantes para efectuar revelaciones de información. Enviar por correo las declaraciones certificadas por las empresas y los informes anuales a los inversionistas, lo cual no es requerido por los estatutos, cuesta más de dos billones de dólares anualmente<sup>49</sup>. Estos correos no generan nueva información: todo lo que se envía en un informe anual es información pasada, y la diseminación del informe mismo no participa en la generación de mejores decisiones en las inversiones.

Esto sugiere un problema sustancial en el total de esfuerzos para determinar el costo de la transparencia requerida. Nosotros no sabemos qué cosas revelarían las empresas, y a quiénes, en ausencia de leyes de valores mobiliarios. Gran parte de la figura del billón de dólares cubre los costos que se contraerían en ausencia de los estatutos -recuerde que esa revelación voluntaria fue extensa en 1933. El costo marginal directo de la revelación obligatoria puede ser pequeño. Si los beneficios inciertos de enviar los estados anuales y los informes justifican dos billones de dólares en gastos voluntarios, no tomaría mucho en el lado del beneficio para justificar el incremento de los requisitos de la SEC.

#### B. Los costos indirectos: los efectos en el nivel de la actividad

Los costos indirectos son potencialmente más sustanciales y más duros de medir. Un costo es que la revelación puede dirigir a las empresas a cambiar o abandonar proyectos provechosos que de otro modo habrían seguido. Un producto nuevo quizás sea provechoso si es elaborado en secreto, adelantándose a sus rivales; si las reglas requieren una revelación anticipada, las respuestas de los rivales hacen el proyecto menos atractivo.

Los defensores de la revelación de información acerca de sujetos de pagos extranjeros y contaminación discuten frecuentemente que la revelación de esa información es beneficiosa precisamente porque dirige a las empresas a cambiar lo que hacen<sup>50</sup>. Encontrar el «beneficio» aquí es perverso. La modificación de la conducta provechosa -si la ganancia viene de nuevos productos o de no pagar los costos sociales de emitir contaminación- no ayuda a los inversionistas. Ellos lo reconocen como un costo.

Puede ser que pocos proyectos se abandonan a causa de la revelación de información; mirando atrás, la fórmula y la naturaleza recíproca de la revelación requerida hacen improbable que tal revelación entregue concesiones valiosas e información no compensada. La revelación recíproca sobre contaminación puede ser aún beneficiosa a los inversionistas como grupo, aunque cada empresa ganaría siendo resistente a la regulación y permaneciendo silenciosa mientras los otros revelan su información. Los costos (y los beneficios potenciales) de la revelación inducida cambian la conducta de las empresas a una conducta desconocida.

Los sistemas de revelación de información tienen otros potenciales costos indirectos. Uno es el «ruido». Si la ley obliga a las empresas a revelar más información de la que éstas están dispuestas, los inversionistas entonces deben gastar un tiempo extra combinando la información para encontrar lo que les importa realmente. Otro es la sustitución. Las empresas pueden dejar de revelar alguna categoría de información y desviar hacia alguna ofuscada (pero accesible) información. Las empresas pueden llegar a ser más cautelosas y desorientar en el papel, desviando la información importante a discusiones de análisis u otros intercambios orales que serán menos precisos y menos extensamente difundidos. La revelación de información pobremente entendida o la revelación de información «codificada» se decodificará imperfectamente (y con algún costo). En el extremo, la especificación del sistema de transparencia obligatoria sobre qué hay que informar puede detener a las empresas en la transmisión de categorías de información completa. Aunque nuestra especulación en la Parte III respecto a que la transparencia obligatoria puede ser beneficiosa sea correcta, cualquier sistema de aplicación de transparencia debe tener costos semejantes. Si estamos equivocados en la Parte III, los costos serán mayores. Mas nosotros no sabemos cuán grandes pueden ser estos costos ni tampoco sabemos cómo medirlos.

#### C. Los beneficios: ¿las ganancias para los inversionistas?

El beneficio principal generalmente afirmado de la transparencia obligatoria es que los

<sup>49</sup> Ibid. p. 50.

<sup>50</sup> Muchos de estos argumentos han sido tomados por la SEC en «Staff Report on Corporate Accountability», 1980. Reimpresión en «Staff of the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs» (Comm. Print 1980).

inversionistas harán más dinero. Ellos sufrirán menos pérdidas por el engaño; aunque el nivel del fraude no afectará, ellos invertirán más sabiamente en la medida que conozcan más. La discusión en la Parte II.C. sugiere, por el contrario, que hay pocas razones para pensar que las reglas de revelación producirían beneficios observables en forma de retornos a los inversionistas.

George Stigler ha hecho el mejor estudio conocido sobre los retornos de los inversionistas antes y después de la creación de las reglas de transparencia<sup>51</sup>. Stigler estudió el mercado primario, computando para cada acción la diferencia del porcentaje entre el precio de la compra y su precio en fechas posteriores. Él observó las compras de nuevas emisiones en 1923-1927 y se preguntó cómo estos inversionistas ganaron si ellos invirtieron uno, dos, tres, cuatro o cinco años. Ellos elaboraron bien su prueba sólo si recibieron ganancias relativas por ser inversionistas en empresas existentes. Entonces él hizo lo mismo para las compras de nuevas emisiones en 1949-1955. Llegó a dos conclusiones. Primero, aunque los inversionistas de nuevas emisiones parecieran perder dinero en el mercado, y los inversionistas de 1923-1928 perdieron un poco más que los inversionistas de 1949-1955, esta diferencia no es estadísticamente significativa. Segundo, la desviación del estándar de las ganancias de los inversionistas fue mucho más baja en el segundo período que en el primero. Stigler concluyó que las leyes de valores mobiliarios habían sido ineficientes en la función de protección del dinero de los nuevos inversionistas, pero que ellos habían excluido del mercado a algunas pequeñas empresas, para así reducir la variación de los retornos.

Gregg Jarrell hizo esencialmente la misma comparación, pero él usó métodos que han sido desarrollados después del estudio de Stigler. Se preguntó no simplemente si los inversionistas de nuevas empresas ganaron o perdieron relativamente en el mercado, sino también se preguntó si ellos lo hicieron cuando la inestabilidad (riesgo) de las inversiones fue tomada en cuenta. Porque la mayoría de la gente es adversa al riesgo, demandan retornos más altos que empresas establecidas tales como Exxon para

aventurarse y tomar el riesgo. Él usó también una muestra más grande, comparando los años 1926-1933 con 1934-1939. Después de estudiarlos a un grado de riesgo constante, Jarrell concluyó que los inversionistas en 1926-1933 no pagaron «demasiado» por sus acciones en vista de retornos posteriores, y tampoco lo hicieron los inversionistas subsiguientes. Sobre un período de cinco años, quienes compraron nuevas emisiones en 1926-1933 en verdad hicieron un mejor negocio respecto al resto del mercado que compró posteriormente. Como Stigler, él se basa en una reducción sustancial de la inestabilidad después del paso de la *Securities Act* de 1933.

Stigler y Jarrell concuerdan que en el primer año después de efectuada la emisión, las acciones de las nuevas empresas declinan en el mercado, después de hacer los ajustes de riesgo. Alguna ganancia subsiguiente debe ser atribuida a la nueva información. Irwin Friend ha concluido de este y de otro trabajo que la *Securities Act* de 1933 produjo beneficios netos<sup>52</sup>. Stigler y Jarrell, por otro lado, encuentran defectuosos los métodos utilizados por Friend (como él encuentra su defecto) y creen que sus conclusiones son poco confiables. No importa cuál sea la conclusión que creamos cierta toda vez que ninguna de ellas muestra los efectos sustanciales de las leyes de valores mobiliarios respecto a los retornos de los inversionistas.

¿Qué aprendemos nosotros de estos estudios? La conclusión que los inversionistas en nuevas emisiones hacen tan bien como los inversionistas en otros instrumentos no debería sorprendernos, no importa que tan extensa sea la transparencia. Ellos son, a fin de cuentas, los mismos inversionistas, y cada inversionista tiene acceso a nuevas o antiguas emisiones así como a bonos, metales preciosos, *commodities* y a otras inversiones. Los mercados en equilibrio producirían similares ganancias ajustando el riesgo en todo el proceso. Aunque la información sea escasa y los inversionistas estúpidos, nosotros no esperaríamos que sean más estúpidos cuando compran nuevas emisiones.

<sup>51</sup> Ver STIGLER. «Public Regulation of the Securities Market». J. Bus. No. 37. p. 117. 1964, revisado y reimpresso en Stigler. «The citizen and the state...» Op. cit. p. 78. Ver también JARRELL. «The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues» J.L. & Econ. No. 24. p. 613. 1981. Ambos artículos han sido criticados. Ver FRIEND y HERMAN. «The S.E.C. Through a Glass Darkly» J. Bus. No. 37. p. 382. 1964. (encontrando algunos errores en la información de Stigler así como en su interpretación) SMITH. Op. cit. También ver STIGLER «Comment». J. Bus. No. 37. p. 414. 1964.

<sup>52</sup> Ver nota al pie de página 51. Ver también FRIEND, Irving.

Hubo un buen acuerdo de transparencia antes de 1933, y los inversionistas profesionales adquirieron por las buenas o por las malas la información importante que las empresas prefirieron no revelar. Si la *Securities Act* de 1933 sólo codificó una buena práctica de las empresas, reduciendo levemente la cantidad de la búsqueda de los inversionistas profesionales, esto habría dejado al menos una pequeña huella en la información. Supongamos, por otro lado, que antes de 1933 las empresas no producían «suficiente» información, que la *Securities Act* de 1933 las forzó a producir la información adecuada, y que esto fue beneficioso para los inversionistas. Nosotros probablemente todavía no veríamos las ganancias en estudios tales como los de Stigler y Jarrell. Si las nuevas emisiones son más atractivas por la información adjunta, se venderán más también; los promotores y los aseguradores lo percibirían, y ese precio ajustado disfrazará las ganancias de la regulación.

Además, ninguno de los beneficios debe aparecer en los retornos comparativos si la ley afecta simultáneamente a las nuevas emisiones (*Securities Act* de 1933) y a las emisiones existentes del mercado secundario (ley de 1934). Otros cambios han procedido rápidamente: los intermediarios de la información y los asesores financieros han crecido en importancia en los últimos años. Es casi imposible comparar los estados del mundo el uno contra el otro cuando hay muchas cosas que cambian simultáneamente (un punto que Stigler y Jarrell reconocen).

Una comparación de nuevas emisiones no reguladas con antiguas emisiones no reguladas en 1923-1933, en una mano, y las nuevas emisiones reguladas con las antiguas emisiones reguladas en años posteriores, en la otra, no revelará rápidamente los beneficios de los estatutos como grupo. Los estudios podrían mostrar ganancias para los nuevos inversionistas solamente si la *Securities Act* de 1933 fuera de algún modo más eficaz en protegerlos que la ley de 1934 y otros cambios que protejan a los inversionistas en empresas progresivas. Nadie ha sugerido por qué sería así. (Hay también un problema de interpretación. Un estudio inmediatamente anterior y posterior a 1933 quizás muestre las ganancias, pero la presencia de ganancias en un mundo con menos intermediarios de la información no sostendría la inferencia de que

la *Securities Act* de 1993 se mantenga para producir ganancias hoy)

La conclusión que la *Securities Act* reduce la variabilidad de los retornos también es ambigua respecto a beneficios versus pérdidas. Una interpretación posible es que los estatutos elevan el costo de dirigirse al público, el cual muchas empresas no asumen. Sólo las empresas más grandes «sazonadas» con aventuras de empresas cerradas estarían disponibles de comprar. Esto dañaría a los inversionistas privándolos de elegir sin poder incrementar sus retornos. Una interpretación diferente es que los inversionistas con buena información valorarán las nuevas emisiones más astutamente; el «mejor» precio dirige a la menor brecha entre el precio inicial y el precio subsiguiente, así la variación es menor. En todo caso, este argumento concluiría, los inversionistas que pueden tener carteras diversificadas no tienen interés en comprar en la variación; de todos modos ellos la obtendrían cambiando el financiamiento de sus carteras. La *Securities Act* de 1933 no debe bloquear la creación de nuevas empresas. Con tal que la aventura del mercado de capital sea grande y razonablemente eficiente (lo cual sí es), las colocaciones privadas levantarán todos los fondos necesarios, en tasas óptimas, desde el pro de quienes acuerdan un nuevo negocio.

El efecto de la *Securities Act* de 1933 sobre el riesgo de las nuevas emisiones sugiere todavía otra complicación. Una reducción en el riesgo implica un retorno más bajo para el mercado en su totalidad, y este factor confunde los intentos para deducir el bienestar de los inversionistas mirando los efectos a lo ancho del mercado<sup>53</sup>.

D. Los beneficios: las ganancias y las pérdidas de los intermediarios y las empresas

Si la información en retornos comparativos entre tipos de emisión o en el tiempo no es clara, podemos estar mejor con información sobre cambios instantáneos del precio. Es posible preguntarnos lo que sucedió con los precios de las acciones cuando los estatutos entraron en vigencia. Si los nuevos requisitos de transparencia fueron beneficiosos, el argumento va a que los inversionistas habrían valorado más alto las acciones. Los precios deben haber subido para reflejar rápidamente las ganancias de los inversionistas<sup>54</sup>.

<sup>53</sup> Ver SCHWERT, «Using Financial Data to Measure Effects of Regulation». J.L. & Econ. No. 24. p. 121. 1981. Para una discusión sobre metodología y una descripción de algunas de las más interesantes conclusiones.

George Benston ha estudiado la reacción del mercado al paso de la ley de 1934<sup>55</sup>. Porque cada empresa participante de los principales intercambios en 1934 tuvo una auditoría anual independiente que reveló sus resultados, Benston analizó los efectos del estatuto buscando las diferencias en el rendimiento de las acciones de aquellos que previamente habían revelado la venta (62% por ciento) y de aquellos que no lo hicieron. El sostiene una no significativa diferencia en el rendimiento de las empresas de los diferentes grupos entre febrero de 1934 (cuando los primeros argumentos de la Ley fueron sostenidos) y junio de 1935 (momento en el cual todas las empresas habían revelado sus ventas). Benston infirió de esta información que las nuevas reglas de transparencia no generaban ningún beneficio a los inversionistas.

Es difícil saber qué se hizo de esto. Tal vez las «ventas» no fueron la parte crítica de la información que los inversionistas deseaban (aunque hay evidencia de que la revelación de este hecho a menudo afectaba el precio de las acciones). Tal vez no habían diferencias significativas en el rendimiento porque el mercado infirió las ventas no reveladas de las ventas reveladas en la misma industria. Entonces trataríamos a quienes no revelaron como *free riders*, bajo el argumento de la Parte II. B., tratando de aprovecharse de otras empresas. Esta interpretación es consistente con la conclusión adicional de Benston de que durante el período 1929-1934, el precio de las acciones de las empresas que no revelaron que sus ventas subieron se puede comparar levemente con las empresas que sí lo hicieron. Benston sugiere que esto muestra que los requerimientos de información sobre las ventas dañan a los inversionistas; podríamos decir fácilmente que la no revelación de ganancias extras vino de su posición de *free riders*, procurando resistirse para obtener la información de otras empresas sin dar información de sus propias manos.

Nosotros no queremos aparecer como muy críticos a este trabajo. Es difícil de hacer, porque los mercados aún relativamente ineficientes incautarán muchísima información. La mayor información acerca de reglas legales y transparencia se refleja por adelantado en los precios, lo más difícil es hacer estudios comparativos para discernir los efectos de las reglas legales. Es justo decir, pensamos, que

no existe evidencia confiable de que las reglas de transparencia obligatoria son beneficiosas. Por otro lado, no existe evidencia confiable de que las reglas son (a) perjudiciales, o (b) muy caras. El equilibrio insistente del mercado de acciones erradica la información que necesitamos para conducir la prueba del costo-beneficio. Nosotros nos sustentamos, al menos por el momento, en argumentos lógicos más que en pruebas. Y los argumentos lógicos son en sí mismos no decisivos.

## V. CONCLUSION

Un conjunto de respuestas privadas y públicas al problema de la asimetría de información establece poderosos incentivos a las empresas para revelar lo que los inversionistas necesitan saber. La legislación nacional de transparencia obligatoria puede mejorar estos incentivos, pero si lo hace la mejora se dará respecto a las razones de otra manera que a una necesidad para tratar con el fraude o alguna tendencia sistemática de estafa.

Es muy probable que la intervención sea útil cuando los vendedores carezcan de incentivos para revelar la información a causa de los efectos en terceras partes, resistentes entre otras empresas, y las tentativas de estados para explotar a los inversionistas que viven en otra parte. A veces las empresas simplemente no encontrarán en su interés revelar adecuadamente información comparativa o estandarizada sobre su industria. Porque los valores mobiliarios no son productos homogéneos, y dirigir la inspección desde perspectivas de negocio no es rentable para los inversionistas, puede haber ganancias de la insistencia colectiva en revelaciones de cierta información.

Esto tiene poco que ver con decir que nuestras reglas de transparencia existentes son óptimas. Ninguna información satisfactoria sugiere que las reglas de la SEC son beneficiosas. Tal vez los problemas en la implementación previenen la realización de cualquier ahorro disponible al inicio. Hay menos razones para regular el mercado de valores que, digo, la industria funeraria, que carece también las transacciones estandarizadas y en la que las compras por inversionistas informados no pueden dirigirnos a precios eficientes. Nosotros no hemos construido un caso compulsivo para la regulación de ningún tipo, nos permitimos sólo hablar de las regulaciones particulares y de los usos de la SEC.

<sup>55</sup> BENSTON. Op. cit. pp. 141-152. Pero ver FRIEND y WESTERFIELD. «Required Disclosure and the Stock Market». Am. Econ. Rev. No. 65. p. 467. 1975 (desafiando las inferencias de Benston, aunque no sus conclusiones básicas). FRIEND, I. Op. cit.

Existe, sin embargo, un caso para la transparencia obligatoria, y es un caso lejanamente distinto del generalmente desarrollado por quienes aprueban las leyes de valores mobiliarios. Nuestro enfoque sugiere que los *telling blows* que pueden ser golpeados contra el caso usual no son fatales.

¿Cuál es la respuesta apropiada para esta «conclusión,» si algo tan incierto puede ser llamado de esa manera? El defensor del cambio de las reglas legales soporta una carga substancial. Las reglas legales pueden ser beneficiosas en maneras que nosotros no entendemos, y si todos podemos decir eso, es porque nosotros no identificamos ni un beneficio ni el detrimento de un conjunto dado por las reglas, el mandato para salir bien solo tiene una gran fuerza. Al mismo tiempo, el estudio de la regulación están lo suficientemente avanzados para resistir un mandato opuesto: la mayoría de los regímenes regulatorios reducen el bienestar acumulado, aunque de ellos ganen grupos de intereses

especiales. No hay escasez de grupos que ganen de la regulación de valores mobiliarios. El impulso que dirigió a la eliminación de la CAB y la desregulación de muchos modelos de transporte y comunicaciones -y los beneficios observables de esta desregulación -sugiere que la máxima: «*If ain't broke, dont fix it*» es aplicable sólo al resultado de reglas privadas. Mas los sistemas ineficientes de regulación tienen comúnmente barreras de entrada o controles de precios, aspectos que las leyes de valores mobiliarios no regulan. La dificultad final, como lo acentuamos al inicio, es que la pregunta para tomar la decisión de no regulación contra el mercado o aplicar una clase de regulación (las reglas de revelación impuestas por la SEC) contra otro (fraude y reglas de omisión material, y quizás reglas de transparencia, impuestas por los tribunales estatales y las agencias). Nosotros no podemos decir que las leyes de valores mobiliarios existentes son beneficiosas, pero tampoco estamos seguros de que sus probables reemplazos serán mejores.

F. Easterbrook y D. Fischel