

LAS FALLAS DEL MERCADO Y EL ARGUMENTO ECONÓMICO A FAVOR DE UN SISTEMA OBLIGATORIO DE REVELACIÓN DE INFORMACIÓN*

John C. Coffee, Jr.**

En este clásico artículo John C. Coffee Jr. construye un convincente argumento a favor de un sistema obligatorio de revelación de información, enfrentándose a las opiniones de los profesores Easterbrook y Fischel.

Su posición se basa no sólo en la experiencia histórica sino principalmente en criterios de eficiencia derivados de la lógica económica.

* El título original del presente artículo es «Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System». Publicado en Virginia Law Review No. 70, 1986. pp. 717-753. La traducción fue realizada por Cristina Ferraro, bajo la supervisión del doctor Alberto Delgado.

** Profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad de Columbia. El autor agradece los consejos y comentarios de Bruce Ackerman, Susan Rose-Ackerman, Ronald Wilson y Joel Seligman. Ninguno de ellos se responsabiliza por las opiniones aquí expresadas.

Los recientes comentarios académicos sobre la regulación del mercado de valores tienen mucho en común con las batallas historiográficas libradas en torno a los orígenes de la Primera Guerra Mundial. La misma evolución de fases es evidente. Primero, existe una corriente ortodoxa, que tiende a ver los eventos históricos mayormente como un drama moral del bien contra el mal. En seguida, aparecen los revisionistas, desenmascarándolo todo y explicando que los buenos eran realmente los malos. Más adelante, una nueva ola de académicos más profesionales y prácticos, aparece en escena para corregir las gruesas exageraciones de los revisionistas y producir

una evaluación, si bien no definitiva, más balanceada.

Este mismo ciclo es evidente en la reciente doctrina sobre la regulación del mercado de valores. Hace no mucho tiempo la manera de tratar académicamente las regulaciones del mercado de valores estaba claramente en un estado primario o de «maternidad»: criticar a la SEC¹ equivalía a favorecer el fraude. Luego aparecieron los revisionistas - entre los más notables están los profesores Stigler¹, Benston² y Manne³- quienes sostuvieron que las normas que regulan el mercado de valores producían pocos beneficios y considerables costos. Según el profesor Benston, la aprobación de estas normas ni siquiera mejoró significativamente la calidad de la información proporcionada a los inversionistas⁴. Estas afirmaciones provocaron una andanada de respuestas críticas, tanto por parte de académicos⁵ como de la SEC⁶. Algunos comentaristas han atribuido ligereza metodológica al profesor Stigler⁷; la nueva literatura sobre «insider trading» ha sugerido que dicha práctica puede crear incentivos perversos⁸; y el

¹ Nota del traductor: la Securities Exchange Commission es la entidad regulatoria del mercado de valores en los Estados Unidos de América.

¹ Ver STIGLER. «Public Regulation of the Securities Markets». J. Bus. No. 37, 1964.

² Algunos de los prolíficos trabajos del profesor Benston sobre este tema son: BENSTON, G. «Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA». 1976; BENSTON. «The Costs and Benefits of Government-Requires Disclosure: SEC and FTC Requirements». En: DeMOTT, D. «Corporations at the Crossroads: Governance and Reform». 1980. pp. 37-69; BENSTON. «Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934». Am. Econ. Rev. No. 63, 1973. p.132. (en adelante BENSTON, «An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934»); BENSTON. «The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». Act. Rev. No. 44, 1969. p. 515.

³ Ver MANNE, H. «Insider Trading and the Stock Market». 1966; MANNE, H. y E. SOLOMON. «Wall Street in Transition: The Emerging System and its Impact on the Economy». 1974. Para revisar una crítica a Manne ver SCHOTLAND. «Unsafe at any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market». Va. Law Review No. 53, 1967. p. 1425.

⁴ BENSTON. «An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934» y BENSTON. «The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». Ver nota al pie 2.

⁵ Ver FRIEND y HERMAN. «Professor Stigler on Securities Regulation: A Further Comment». J. Bus. No. 38, 1965. p. 106. (en adelante FRIEND y HERMAN. «Professor Stigler on Securities Regulation».); FRIEND y HERMAN. «The SEC Through a Glass Darkly». J. Bus. No. 37, 1964. p. 382; FRIEND y WESTERFIELD. «Required Disclosure and the Stock Market». Am. Econ. Rev. No. 65, 1975. p. 467; MENDELSON. «Economics and the Assessment of Disclosure Requirements». J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg. No. 1, 1978. p. 49. Ver también FRIEND. «Economic and Equity Aspects of Securities Regulation». 1982. (Trabajo No. 7-82 del Centro de Investigación Financiera Rodney L. White de la Universidad de Pennsylvania) (una copia se encuentra en los archivos de la Virginia Law Review Association). El análisis reciente de mayor alcance probablemente está contenida en SELIGMAN. «The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System». J. Corp. L. No. 9, 1983. p. 1.

⁶ La SEC contestó en 1977 con un informe preparado por un distinguido Comité de Asesores. Ver House Comm. On Interstate and Foreign Commerce, Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission, 95th Cong., 1st Sess. (Comm. Print 1977) (en adelante el Informe del Comité de Asesores). Para ver una crítica a este informe: KIPKE, H. «The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose». 1979.

⁷ Ver FRIEND y HERMAN. «Professor Stigler on Securities Regulation». (nota al pie 5); MENDELSON, nota al pie 5. Un estudio empírico más reciente realizado por el profesor Jarrell, no tomando en cuenta el impacto de las normas federales sobre valores, produjo en algunos temas resultados sorprendentemente distintos a los del profesor Stigler. Ver JARRELL. «The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues». J.L. & Econ. No. 24, 1981. p. 613. Para revisar las inconsistencias de los resultados ver FRIEND (nota al pie 5).

⁸ Ver EASTERBROOK. «Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information». Sup. Ct. Rev. 1981. p. 309; LEVMORE. «Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts». Va. L. Rev. No. 68, 1982. p.117; SCHOTLAND. Ver nota al pie 3; SCOTT. «Insider Trading: Rule 10(b)-5 Disclosure and Corporate Privacy». J. Legal Stud. No. 9, 1980. p. 801. Para una crítica desde la perspectiva de la administración, ver HAFT. «The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation». Mich. L. Rev. No. 80, 1982. p.1051.

principal historiador con respecto a la SEC ha refutado efectivamente el relato del profesor Benston en relación con las condiciones del mercado existentes antes de la aprobación de la *Securities Exchange Act* de 1934⁹.

Nosotros, por lo tanto, podemos estar acercándonos a una nueva etapa, que puede ser llamada «post revisionismo». Entre las características que definen a los post revisionistas tenemos (1) el reconocimiento de la Hipótesis de Eficiencia del Mercado de

Valores¹¹ como, al menos, la mejor generalización por la cual se resume la evidencia empírica disponible¹⁰; (2) una noción más clara de las dificultades inherentes a depender de la evidencia estadística agregada para probar o refutar cualquier tesis general sobre el impacto y efectos de revelar información¹¹ y (3) un cambio en el enfoque, alejándonos del continuo debate sobre el impacto que las normas que regulan el mercado de valores tenían hace cincuenta años, para centrarnos en el examen de la estructura del mercado

⁹ Ver SELIGMAN, nota al pie 5. El profesor Seligman es el autor de un amplio trabajo sobre la historia de la SEC. Ver SELIGMAN. «The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance». 1982. El profesor Benston estudió la información financiera revelada en los Manuales Moody por 508 compañías cotizadas en la Bolsa de Valores de Nueva York en 1935, justo antes de que la *Securities Exchange Act* entre en vigencia. El 62% de estas compañías reveló cifras sobre ventas, en comparación con un sólo un 55% en 1926. BENSTON. «The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». Ver nota al pie 2. Este incremento, que para el profesor Benston demostraba que la regulación era innecesaria, puede ser interpretado de diversas maneras. Las compañías podían haberse sujetado a las disposiciones de la normativa al acercarse inevitablemente su fecha de vigencia, o como sugiere el profesor Seligman, este incremento puede haber sido en gran medida un efecto estadístico causado por las empresas incumplidoras que abandonaron la Bolsa para evitar la aplicación de la *Securities Exchange Act* de 1934 (como hicieron algunos). SELIGMAN, ver nota al pie número 5. El hecho más relevante parece ser que incluso poco tiempo antes de la vigencia de la *Securities Exchange Act* de 1934, 38% de las compañías de la Bolsa de Valores de Nueva York todavía no publicaba sus cifras de ventas. En todo caso, la crítica del profesor Seligman a los datos de Benston es detallada y extensa, y por lo tanto no será desarrollada aquí.

¹¹ Nota del traductor: el autor usa el término «*Efficient Capital Market Hypothesis*».

¹⁰ Convencionalmente se divide la Hipótesis de Eficiencia del Mercado de Valores en tres versiones distintas: la forma «débil», la «semi-fuerte» y la «fuerte». Ver FAMA. «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work». J. Fin. No. 25, 1970. p. 383. Como ocurre frecuentemente en las relaciones entre las ciencias sociales y el derecho, en el mismo momento en el cual las decisiones administrativas y judiciales comenzaron a aceptar la Hipótesis, empezaron a aparecer anomalías en la información de las investigaciones. Estas anomalías cuestionan el alcance de la aplicabilidad de la Hipótesis o sugieren la necesidad de una reforma técnica. Las investigaciones en tres áreas han identificado fisuras en las bases de la Hipótesis. En primer lugar, estudios sobre la volatilidad de los precios de los valores sugieren que la respuesta de los precios de los valores puede ser excesiva en relación con la relevancia de los eventos subyacentes. Ver SHILLER. «Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified By Subsequent Changes in Dividends?». Am. Econ. Rev. No. 71, 1981. p. 421. En segundo lugar, estudios demuestran un efecto de «empresa pequeña» bajo el cual las pequeñas empresas (típicamente el 20% final de las empresas listadas en bolsa) obtienen retornos anormalmente altos, incluso luego de ajustes de riesgo. Otras anomalías que involucran variaciones semanales o estacionales en los retornos de las acciones y regularidades cíclicas similares también son registradas de manera recurrente. Para obtener un resumen fácilmente accesible de estos hallazgos ver SELIGMAN. «Can You Beat The Stock Market?». En: Fortune. 26 de diciembre, 1983. pp.82-94. Para acceder a la información más reciente sobre el efecto de pequeña empresa ver «Symposium on Size and Stock Returns, and Other Empirical Regularities». J. Fin. Econ. No. 12, 1983. p. 3. Para saber la respuesta de la Escuela de Chicago ver ROSETT. «Chicago School Bets on Inefficiency». En: New York Times. 11 de diciembre, 1983. F10 col. 3. Un grupo de estudiantes de post-grado y profesores formaron una compañía de inversión que invertía solamente en acciones de pequeñas empresas. En tercer lugar, la utilidad conceptual y práctica de *beta* —la medida de la volatilidad de un valor en el mercado— permanece seriamente en duda y muchos teóricos tratan de reemplazarla por una definición reformulada de riesgo no diversificable. Ver MALKIEL, B. «A Random Walk Down Wall Street». 2ed. 1981; BLACK. «Yes, Virginia There is Hope: Tests of the Value Line Ranking System». Fin. Anal. J. Set.-Oct. 1973; DOWES y DYCKMAN. «A Critical Look at the Efficient Market Empirical Research Literature as it Relates to Accounting Information». Acc. Rev. No. 48, 1973. p. 300; DOWES y DYCKMAN. «The Efficient Market Reconsidered». J. Portfolio Mgmt. No. 4, otoño 1977. pp. 4-74; SELIGMAN ver nota al pie 5. Aunque ninguna de estas anomalías parece debilitar el punto central (que los inversionistas no pueden «ganar» al mercado sobre la base de esfuerzos diligentes de investigación) si sugieren que deben hacerse distinciones en relación a la medida en la cual la Hipótesis es usada para justificar la desregulación —especialmente porque existe muy poca evidencia respecto de algún mercado distinto a la Bolsa de Valores de Nueva York. Este artículo sugerirá que un sistema obligatorio de revelación de información debe centrarse en las revelaciones que ayuden al inversionista a calcular *beta* y permitirle reducir el riesgo diversificable; una mayor revelación también parece justificarse en el caso de empresas pequeñas dada su aparente inmunidad a las predicciones de la Hipótesis.

¹¹ Estudios recientes han acordado que la variación en los retornos de los valores representativos de deuda declinaron después de la *Securities Exchange Act* de 1934. Sin embargo, este descenso puede ser interpretado de varias maneras. El profesor Friend concluye que fue resultado de la prevención contra emisiones fraudulentas, frecuentes antes de 1934. Ver FRIEND, nota al pie 5. El profesor Jarrell afirma que este cambio fue el resultado de la política paternalista de la SEC que negó a los inversionistas la posibilidad de invertir en valores de mayor riesgo con un mayor retorno. Ver JARRELL, nota al pie 7, pp. 648-649. Aunque la información estadística con frecuencia puede interpretarse de varias maneras, la aproximación usual de las ciencias sociales en estos casos es usar la observación directa e información de entrevistas. La evidencia histórica recopilada por el profesor Seligman parece apoyar su tesis respecto de la prevalencia del fraude antes de 1934. Ver SELIGMAN nota al pie 5.

contemporáneo y de las necesidades de los inversionistas bajo las condiciones existentes¹².

En esta tipología de fases, el artículo de los profesores Easterbrook y Fischel¹³ parece estar al umbral del «post-revisionismo». Esta categorización puede sobredimensionar el grado en que han superado el simple catecismo de los profesores Stigler y Benston, pero siquiera su artículo reconoce que los estudios estadísticos no son claramente

dispositivos¹⁴ y que queda abierta la tenue posibilidad de que los inversionistas puedan beneficiarse de un sistema obligatorio de revelación de información¹⁵. Por otro lado, de las posibles razones por las que concluyen que los emisores podrían proveer menos información, sólo una —la hipótesis de los efectos en la tercera persona¹⁶— parece plausible¹⁷.

En contraste, una teoría más simple puede justificar un sistema obligatorio de revelación

¹² Muchas cosas han cambiado desde los años veinte. Entre las más obvias diferencias tenemos: (1) la aparición de los pequeños inversionistas en los mercados de valores, quienes eran poco usuales antes de 1934, (2) una creciente dominación del mercado por parte de los inversionistas institucionales y (3) la maduración de los analistas de valores hasta convertirse en verdaderos profesionales. En realidad, cada una de estas tendencias surge después de la Segunda Guerra Mundial (e incluso posteriormente). Sin embargo, estas tendencias no apuntan necesariamente en la misma dirección. Los inversionistas institucionales, quienes empezaron a dominar el mercado en los años sesenta (ver la nota al pie 43 y el texto que la acompaña), claramente son más capaces de defenderse que los individuos cuyas escasas tenencias de valores hacen virtualmente imposible la inversión en investigación sobre los mismos. En contraposición, la abolición de una tasa fija para la comisión de corretaje en 1975 probablemente ha disminuido el deseo y la posibilidad que las empresas competidoras provean asesoría e investigación a sus clientes como una manera de competencia distinta al precio. Aquí no se intenta calcular el resultado global de estos cambios, lo central es que una serie de economistas, al comparar los retornos de valores previos a 1933 con los posteriores a esa fecha, e incluso al comparar los retornos previos a 1933 con los de los años cincuenta, no han tomado en cuenta la probabilidad que el mercado de valores haya cambiado dramáticamente desde los años cincuenta, al extremo de cuestionar la relevancia de cualquier conclusión previa respecto al impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934.

¹³ EASTERBROOK y FISCHEL. «Mandatory Disclosure and the Protection of Investors». Va. L. Rev. No. 70, 1984. p. 669.

¹⁴ *Ibid.*, pp. 709-713.

¹⁵ *Ibid.*, pp. 696-707.

¹⁶ Nota del traductor: el autor usa el término «*third party effects hypothesis*».

¹⁷ *Ibid.*, pp. 685-687 y 697. Como todos los abogados especialistas en mercado de valores saben, la naturaleza de los requisitos de revelación «*Blue Sky*» de los estados particulares han sido claramente distintas. Algunos han buscado regular la «justicia» de la emisión, imponiendo requisitos sustanciales además de los ordenadas por ley federal, mientras otros se han limitado a cumplir con las normas federales. Ver LOSS, L y E. COWETT. «*Blue Sky Law*». 1958. pp. 17-42. Sin embargo, según este autor, ningún estado ha buscado aplicar su normativa extraterritorialmente o forzar a los emisores a revelar información cuando éstos decidieron no ofrecer sus valores a la venta en la jurisdicción. Ya que cada estado sabe que las restrictivas provisiones *Blue Sky* tiene como consecuencia que los emisores eviten ofrecer en su jurisdicción, el resultado no es el favoritismo hacia los inversionistas intraestatales, sino más bien un paternalismo dudoso que excluye inversionistas intraestatales de la oportunidad de invertir en valores debidamente registrados ante la SEC. Además, al sostener las leyes de *Blue Sky* frente al desafío de una cláusula comercial, la Corte Suprema enfatizó que tales normas se aplicaban sólo a ventas de valores intraestatales. Ver *Hall v. Geiger-Jones Co.*, 242 U.S. 539, 557-58 (1917). Sólo en un extraño caso californiano se ha presentado el problema de «explotación interestatal» planteado por los profesores Easterbrook y Fischel, ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota 13, pp. 697-698. Ver *Western Air Lines v. Sobieski*, 258 Cal. App. 2d 213, 218, 66 Cal. Rptr. 293, 316 (1968); *Western Air Lines v. Sobieski*, 191, Cal. App. 2d 399, 12 Cal. Rptr. 719 (1961) (se sostiene que California tenía el poder de prohibirle a una sociedad de Delaware, con contactos sustanciales en California, el eliminar la votación acumulativa, la cual era obligatoria en California y opcional en Delaware). Consecuentemente, su discusión sobre el problema de la «explotación interestatal» parece ahistórica y desatiende las barreras constitucionales existentes frente a un intento de esta naturaleza. Aunque las cortes estatales puedan en ocasiones favorecer al demandante local, este problema fue tratado hace tiempo otorgando a las Cortes Federales jurisdicción diversa. Además, parece poco probable que las leyes federales de valores hayan reducido la cantidad de litigios indeseables. Ciertamente, la historia de la regla 10b-5 previa a mediados de los años setenta no apoya su afirmación.

¹⁷ Otros han sugerido además que los emisores pueden resistirse a revelar información, en especial los datos relativos a la línea del negocio, por miedo de informar a sus competidores. Ver FOSTER. «*Externalities and Financial Reporting*». J. Fin. No. 35, 1980. pp. 521 y 523-525. (Discute las externalidades para la empresa informante de información «competitivamente sensible»); Informe del Comité de Asesores, nota al pie 6, p. xxi (anota los reclamos de los analistas sobre las dificultades de obtener información no obligatoria pero importante para tomar decisiones de inversión). Esta posición ha sido sostenida anteriormente, pero los profesores Easterbrook y Fischel elaboran correctamente sobre ella. Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota 13, pp. 685-687. En cuanto a su argumento de explotación interestatal, ver *Ibid.*, pp. 697-98, su discusión parece elevar el problema de la normativa estatal contra las tomas de control, evidentemente un problema serio, llevándolo más allá de sus límites realistas. No se cita evidencia alguna para sustentar la premisa que antes de 1933 los estados eran excesivamente exigentes con los emisores corporativos para favorecer a los inversionistas locales. Ni la *Securities Exchange Act* de 1934 hizo algún cambio al respecto. Los estados continuaron exigiendo requisitos de revelación bajo sus normas «*Blue Sky*», que expresamente no fueron desplazados ni por la *Securities Act* de 1933 o la *Securities Exchange Act* de 1934. Ver *Securities Act of 1933*, ch. 38, 18,48 Stat. 74,85 (codificado como enmendado en 15 U.S.C. 77zzz (1982)); *Securities Exchange Act of 1934*, ch. 404, 28 (a) 48 Stat. 881, 903 (codificado como enmendado a 15 U.S. C. 78bb (a) (1982)).

de información. Tal teoría también puede explicar hacia donde debería enfocarse un sistema de revelación de información. Esencialmente, la presente respuesta hará cuatro afirmaciones.

Primero, ya que la información tiene muchas de las características de un bien público, la investigación con respecto a los valores tiende a ser insuficiente. Esta insuficiencia significa que la información proporcionada por los emisores corporativos no será óptimamente verificada y que los esfuerzos para buscar información material de fuentes no emisoras será insuficiente. Un sistema obligatorio de revelación de información puede, entonces, ser visto como una estrategia deseable de reducción de costos, por la cual la sociedad, en efecto, subsidia los costos de la investigación para asegurar tanto una mayor cantidad de información como un mejor examen de su exactitud. Aunque el resultado final de tales mayores esfuerzos puede no afectar significativamente el beneficio neto resultante para compradores y vendedores o incluso la finalidad general de justicia distributiva, sí mejora la asignación eficiente en el mercado de capitales; y esta mejora implica una economía más productiva.

En segundo lugar, existe una base sustancial para creer que podría existir más ineficiencia sin un sistema obligatorio de revelación ya que los inversionistas incurrirían en un excesivo gasto social al buscar ganancias en el mercado de capitales. La colectivización minimiza el desperdicio social que de otra manera resultaría de la innecesaria desviación de recursos económicos hacia dicha búsqueda.

Tercero, la teoría de revelación autoinducida^{IV}, ahora popular entre teóricos de la empresa y en la cual confían los profesores Easterbrook y Fischel¹⁸, tiene tan sólo una validez limitada. Una particular falla en esta teoría es que no presta la debida atención a las transacciones por las que se intercambia el control y asume con demasiada facilidad que los intereses de la administración y los accionistas pueden alinearse perfectamente. De hecho, precisamente las condiciones especificadas por estos teóricos como necesarias para un

sistema voluntario de revelación efectivo, no parecen ser satisfechas. A pesar de que la administración puede ser inducida a través de incentivos contractuales para alinear su propio interés con la maximización del valor de las acciones, la administración todavía tendría un interés en adquirirlas de los accionistas a un precio rebajado, por lo menos mientras pueda aprovechar el «insider trading» o financiar la toma de control con endeudamiento^V. En atención a que los incentivos para ambas conductas se mantendrían aparentemente fuertes, surgirán momentos en que la administración podrá beneficiarse dando una falsa señal al mercado.

Cuarto, incluso en un mercado de capitales eficiente, siempre existe información que el inversionista racional necesita para optimizar su portafolio de valores. Tal información parece ser mejor suministrada por un sistema obligatorio de revelación de información.

Sin embargo, ninguna de estas afirmaciones tiene la intención de convertirse en una defensa cerrada del *status quo*, ni esta respuesta abordará el importante, pero distinto, tema de la utilidad de la revelación de información como una forma de regulación sustantiva de la conducta corporativa a través de la sanción de estigmatización.

I. LA PERSPECTIVA DEL BIEN PÚBLICO

Aunque hoy en día es fácil criticar la premisa original de las normas federales del mercado de valores —es decir, que la revelación obligatoria de información le permitiría al pequeño inversionista identificar e invertir en valores de mayor calidad y menor riesgo— tales críticas no nos conducen muy lejos ya que su objeto ha cambiado. Los mercados de valores han evolucionado significativamente desde los años treinta, siendo la aparición del analista de valores profesional uno de sus desarrollos más relevantes¹⁹. El analista, poco conocido en 1934 y común hoy en día, parece llamado a convertirse en el mecanismo crítico de la eficiencia del mercado, ya que el acceso en línea a la información archivada por la SEC

^{IV} Nota del traductor: el autor usa el término «*theory of self-induced disclosure*».

¹⁸ Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 684-685.

^V Nota del traductor: el autor usa el término «*leveraged buyouts*».

¹⁹ El Comité de Asesores de la SEC encontró que habían unos 14,646 analistas profesionales de valores empleados por instituciones financieras, empresas de corretaje y servicios consultores desde 1977. Ver el Informe del Comité de Asesores, nota 6, p. 36. Presumiblemente esta profesión ha sobrevivido porque brinda un servicio útil. Típicamente, la fuente principal de información específica usada por el analista parece venir de conversaciones personales con los administradores. *Ibid.*, pp. 66-68. El hecho que los gerentes divulguen la información de esta manera a los analistas apoya la teoría de revelación voluntaria discutida más adelante. Ver sección II. Para ver un refrescante tratamiento escéptico del analista, habría que ver MALKIEL, B. Nota 10, pp. 157-161.

permite que el acceso a ella sea inmediato y relativamente sin costo para el analista²⁰.

La labor del analista de valores puede subdividirse en dos funciones básicas. Primero, el analista busca información de fuentes distintas al emisor que tengan incidencia sobre la cotización de un valor corporativo. Con frecuencia esta información es crítica ya que el desempeño del emisor puede depender sustancialmente de factores exógenos –por ejemplo, tasas de interés, el comportamiento de sus competidores, actos gubernamentales, actitudes de los consumidores y tendencias demográficas– con respecto a los cuales el emisor carece de conocimiento especializado o el analista tiene mejor acceso. Segundo, el analista verifica, prueba y compara las revelaciones de información por parte del emisor, tanto para prevenir fraudes deliberados como para eliminar la parcialidad inconsciente que suele afectar a toda clase de transferencia de información²¹.

Aunque los inversionistas individuales también podrían desarrollar estas funciones de búsqueda y verificación, el analista profesional podrá normalmente realizarlas a un menor costo ya que aparentemente existirían grandes economías de escala y especialización asociadas a estas tareas. En consecuencia, la mayoría de relatos que explican la eficiencia del mercado de valores le reconocen una responsabilidad significativa a la competencia entre analistas por la información relativa a los valores²².

En principio, el volumen de información desarrollado por los analistas de valores depende de las fuerzas normales del mercado y debería resultar en el equilibrio usual: los analistas deberían invertir en verificar y buscar información sobre valores corporativos hasta que el costo marginal de esta información para ellos sea igual a su retorno marginal. Comúnmente, este equilibrio privado debe también producir eficiencia en la asignación: los recursos sociales se emplearán para buscar información hasta que los costos sociales se eleven e igualen a los beneficios sociales. Sin embargo, existe una falla básica en este simple análisis neoclásico, la cual involucra un problema que surge cada vez que se crea un bien público.

A. Las fallas del mercado como causa de una insuficiente investigación respecto de los valores

El concepto económico de bien público es bastante conocido²³. Sin embargo, la medida en la cual la información sobre valores corporativos obtenida de fuentes no emisoras se asemeja (si bien de manera imperfecta) a un bien público, no ha sido adecuadamente reconocida. La característica clave de un bien público es la imposibilidad de excluir a usuarios que no han pagado por él; las personas se benefician incluso si no han contribuido para cubrir los costos de adquirir el bien, en parte porque el uso del bien por una persona no disminuye su disponibilidad para los demás. Los parques públicos, la televisión pública y la defensa nacional son ejemplos de esta clase de bienes. Debido a

²⁰ Para esta visión del futuro, ver SANGER. «S.E.C.'s Computer Revolution: Benefits Seen for Investors». En: N.Y. Times. 3 de abril, 1984, en D1, col 3. Se prevé que los emisores podrían archivar y actualizar sus reportes electrónicamente. Aunque el inversionista individual también podría acceder a esto, el analista y el corredor tendrían significativas economías de escala operando a su favor.

²¹ Se tiende a poner demasiado énfasis en el fraude frente a otras formas de distorsión de información. La filtración selectiva de información a través de múltiples capas de transmisión es una realidad al interior de instituciones sociales complejas, y tiende a agravarse en instituciones jerárquicas tales como las empresas. Para un debate sobre estos problemas, ver FESTINGER, L. «A Theory of Cognitive Dissonance». (1957); COFFEE. «Beyond the Shut-Eyed Sentry: Toward a Theoretical View of Corporate Misconduct and an Effective Legal Response». Va. L. Rev. No. 63, 1976. pp. 1099, 1137-1139. (Discute la «relación de autoridad» y la pérdida de información a través de relevos sociales en una jerarquía).

²² La opinión que la competencia entre analistas para «buscar y analizar información» mantiene la eficiencia del mercado ha recibido ahora el respaldo de la Corte Suprema en *Dirsk v. SEC*, 103, Cr 3255 (1983): «Imponer un deber de divulgar o abstenerse solamente porque una persona a sabiendas recibe información material no pública de un *insider* y realiza transacciones sobre esa base, podría tener una influencia inhibitoria en el rol de los analistas de mercado, que la misma SEC reconoce como necesario para preservar un mercado saludable». *Ibid.*, pp. 3263 (énfasis añadido). Debe enfatizarse que la hipótesis de Eficiencia del Mercado de Valores no implica que la investigación sobre valores no tiene valor, aunque sí cuestiona el precio que normalmente se paga. Ver FAMA. «Random Walks in Stock Market Prices». *Fin. Anal. J.*, Sept-Oct 1965. pp. 55-59; POZEN. «Money Managers and Securities Research». *N.Y.U.L. Rev.* No. 51, 1976. pp. 923, 950-953.

²³ Para desarrollos importantes sobre este concepto, ver MUSGRAVE, R. «The Theory of Public Finance». 1959. pp. 61-89, 116-35; OLSON, M. «The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups». 1965; HEAD. «Public Goods and Public Policy». *Pub. Fin.* No. 17, 1962. p. 197. Técnicamente, un bien público se caracteriza por la no exclusión y la indivisibilidad –significando el último término que el uso o consumo del bien por un usuario no disminuye su disponibilidad para los demás. Entonces, una vez que se construye un parque público, no es posible excluir a los ciudadanos que no contribuyeron con impuestos o donaciones para su construcción. Además, el uso que tales ciudadanos den a este parque no disminuye su disponibilidad para otros. Para nuestros propósitos, la no exclusión es el concepto crítico ya que hace surgir el problema de los «*free riders*» que pueden beneficiarse de un bien público sin tener que pagar por él.

que las personas pueden aprovecharse sin costo^{VI} de los pagos realizados por los demás, tienen un incentivo para pagar de menos, a pesar de que puedan considerar estos bienes como de vital importancia y estuviesen dispuestos a adquirirlos en un mercado abierto si no tuviesen la oportunidad de aprovecharlos sin costo. El resultado es que los bienes públicos tienden a ser proveídos de manera insuficiente²⁴.

La información respecto de los valores tiene esta característica clave de no exclusión. En pocas oportunidades puede ser reservada a un solo usuario ya que muchas personas tendrán motivos para divulgarla. Cuando un miembro del personal de una empresa le da un dato a un amigo sobre un evento sustancial en curso la información no se queda ahí, sino que tiende a difundirse. De hecho, está en el interés de quien recibió el dato, una vez que ha realizado la operación en el mercado de valores, informar a otros para así generar entusiasmo y crear una alza en el mercado. De otra manera la persona informada alcanza solamente la dudosa victoria de ser propietario de un valor subvaluado y como dice el credo de los agentes de Wall Street: «una ganga que sigue siendo una ganga, no es una ganga». Los usuarios subsiguientes obtienen un beneficio prácticamente gratuito por la información recibida, aunque el valor del beneficio rápidamente se desvanece por el pronto ajuste del mercado²⁵.

Con respecto al analista de valores, el carácter de bien público de los valores implica que el analista no puede obtener el íntegro del valor económico de su descubrimiento, y esto a su vez significa que realizará menos verificaciones

y búsquedas de las que los inversionistas colectivamente desearían. El carácter de bien público de la investigación sobre valores fue bien ilustrada por el conocido comercial: «cuando E.F. Hutton habla, la gente escucha». De hecho, la gente sí escucha, pero hay quienes no pagan por lo que reciben, ellos son los «free riders». Comúnmente, la investigación sobre valores se reduce al informe de un analista que circula por prominentes inversionistas institucionales a cambio de la expectativa de futuras comisiones u otros negocios de banca de inversión²⁶. Obtener la información de esta manera es supuestamente más eficiente a que cada inversionista institucional contrate su propio analista (lo cual también ocurre) debido a las economías de escala y a la especialización²⁷. Una vez que la investigación respecto de valores se disemina de esta manera (o en cualquier manera similar), el *free riding* es predecible: la noticia se filtra casi inmediatamente ya que la confidencialidad del informe circulante no puede protegerse por mucho tiempo y los inversionistas institucionales tienen incentivos (una vez que han cerrado la operación) para hacer que el informe cumpla su propia profecía animando a otros a comprar²⁸. En cualquier caso, esas personas en la cadena de información no retribuyen al analista. Como consecuencia, la investigación sobre valores tenderá a estar sub-compensada. Esta sub-compensación implica una sub-inversión en la investigación sobre valores en términos de la riqueza agregada que produce y conserva. Así volvemos al clásico problema de los bienes públicos: mientras los *free riders* no tengan que pagar, el bien será proveído de forma insuficiente.

^{VI} Nota del traductor: el autor utiliza el término «free ride» para referirse a la posibilidad de aprovecharse de los costos asumidos por los demás para obtener así los bienes o servicios públicos de manera gratuita.

²⁴ Los profesores Easterbrook y Fischel han utilizado este análisis para explicar por qué los accionistas no van a resistir a la administración. Ver EASTERBROOK y FISCHEL. «The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer». Harv. L. Rev No. 94, 1981. pp. 1161, 1171. Debido a que el beneficio de cualquier resistencia tomada por un accionista individual o un grupo de accionistas tiene que compartirse con todos los demás accionistas, «el ser pasivo resulta conveniente para el interés propio de cada accionista». Ibid. Este problema de *free riding* se aplica al accionista y también al analista, ya que el analista de valores no puede obtener el total valor económico que sus esfuerzos crearon. Ver el texto que acompaña a las notas 26-28.

²⁵ Sin embargo, la rapidez de la respuesta del mercado depende de si la información está públicamente disponible (por ejemplo reportes de ganancias o proyecciones o anuncios de dividendos) o información semi-pública suministrada lentamente de una fuente interna. Los hechos de Dirks v. SEC 103 S. Ct 3255 (1983), ilustran esto. En Dirks, Ronald Secrist, un antiguo funcionario de Equity Funding, intentó sin éxito alertar a las autoridades regulatorias sobre la existencia de un clásico fraude. Entre el 7 de Marzo de 1973, cuando Secrist alertó tanto a Dirks como a las autoridades de seguros, y el 28 de Marzo, cuando la SEC suspendió las transacciones, la información crítica estaba en manos de numerosos individuos. Su plazo de reacción fue relativamente largo (por varias razones atendibles). Los clientes de Dirks fueron capaces de liquidar sus posiciones en las acciones y evitar graves pérdidas, aunque los detalles del fraude habían sido descritos a las autoridades dos semanas antes. Ver también la nota la pie 43.

²⁶ Ver el texto que acompaña a la nota al pie 30.

²⁷ Ver el texto que acompaña a la nota al pie 22. Si no fuera más eficiente, tal estructura institucional presumiblemente no hubiese sobrevivido.

²⁸ Ver nota al pie 25 y el texto que la acompaña.

Un problema relacionado con la investigación sobre valores es la dificultad inherente a contratarla. Normalmente, la compensación por esta investigación se hace de manera *ex post* porque el inversionista no puede saber su valor de antemano. Este no es un problema exclusivo de estas investigaciones, también complica las negociaciones respecto de secretos comerciales, patentes, y otros tipos de información valiosa²⁹. La única prueba objetiva del valor de las recomendaciones es la posterior ocurrencia del hecho predicho en el mercado. Aunque quien adquiere información valiosa debería estar dispuesto a compensar a su proveedor (al menos si espera volver a obtener este tipo de información en el futuro), el hecho de que la compensación sea realizada *ex post* y tenga carácter unilateral causa que el pago sea menor al que hubiese sido producto de una negociación bilateral.

Este problema se complica más porque generalmente el pago no se hace en efectivo. Por el contrario, el usuario dirige parte de sus requerimientos de corretaje a la empresa cuyo analista le brindó la información. De hecho, el inversionista institucional paga un precio superior al de mercado por servicios de corretaje para poder obtener información valiosa; el inversionista adquiere asesoría con nada más que la promesa de aplicar una prima a las futuras comisiones de corretaje. Esta prima se evidencia por la reciente aparición de corredores de descuento, que ofrecen sólo servicios de intermediación y no dan asesoría. El costo de tal intermediación es aproximadamente cincuenta por ciento más bajo que el correspondiente al servicio completo que brindan las firmas corredoras³⁰. Entonces, el cliente tiene la opción de escoger los servicios financieros – un simple servicio de intermediación o un servicio de intermediación más asesoría.

Esta curiosa estructura institucional tiene dos implicancias importantes, que los críticos neoclásicos de la revelación obligatoria de información han simplemente ignorado. Primero, claramente existe un incentivo para que el comprador haga trampa en el acuerdo implícito, ya que puede usar la asesoría de inversión suministrada por la empresa de servicio completo, y después dirigir la mayoría de su negocio de corretaje a la empresa de descuento. Segundo, la permanencia de empresas de servicio completo y la supervivencia misma del analista de valores como profesión ante esta competencia de precios, sugiere que los consumidores sí quieren asesoría e investigación de valores, tanto al nivel de clientes individuales como al de inversionistas institucionales. Si no fuese así las empresas de corretaje despedirían a sus analistas para reducir costos. Por otro lado, no se puede descartar esta evidente demanda por la investigación de valores como una preferencia irracional ya que el grupo de consumidores incluye a los inversionistas institucionales más sofisticados.

Estos problemas contractuales, combinados con la naturaleza de bien público de la investigación de valores, ayudan a explicar cómo un sistema obligatorio de revelación de información beneficia a los inversionistas. Puesto en términos simples, se justificaría una respuesta regulatoria en caso las fuerzas del mercado no sean adecuadas para producir la oferta socialmente óptima de investigación. Aunque los asesores de inversión en valores están mínimamente regulados por las leyes federales que regulan el mercado de valores³¹, en efecto están fuertemente subsidiados por estas normas. Entonces, la *Securities Exchange Act* de 1934 tiene en la actualidad menor impacto en proveer de información útil al inversionista final que el que tiene en reducir costos para el analista de valores³².

²⁹ Simplificando la idea, si el inventor o descubridor revela su secreto anticipadamente, el receptor no necesita compensarlo a menos que por ley se haya concedido alguna forma de derecho de propiedad al inventor o descubridor. Ver KITCH. «The Law and Economics of Rights in Valuable Information». *J. Legal Studies* No. 9, 1980, p. 683.

³⁰ Ver VERTAN. «Those Discount Stockbrokers». En: *N. Y. Times* 19 de enero, 1984, p. D 10 col 3. Hoy en día, el corretaje de descuento tiene de 15 % a 16% del negocio minorista, habiendo subido de 1% en 1975, y aparentemente está aumentando su participación en el mercado aún más. *Ibid.* Esta transición está relacionada con la eliminación de una tasa fija de comisiones para el corretaje en 1975. En efecto, la competencia en precios ha comenzado a reemplazar a la competencia en servicios, en parte porque la comunidad de corredores no puede evitar que los clientes puedan escuchar el consejo de un corredor de servicio completo y, simultáneamente, usar el servicio más económico del corredor de descuento.

³¹ Los analistas de valores pueden estar obligados a registrarse como consejeros de inversiones bajo el *Investment Advisers Act* de 1940, 15 U.S.C. 80b-1 (1982), que contiene disposiciones de reporte y antifraude. Sin embargo, no se exige ninguna calificación educacional o de otra índole para ser un consejero de inversiones, y las estructuras reguladoras parecen ser más relajadas de aquellas que se aplican a los corredores. Para una revisión, ver LOSS, L. «Fundamentals of Securities Regulation». pp. 733-748 (1983).

³² Para un análisis similar del impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934, ver WILSON y KRAAKMAN. «The Mechanisms of Market Efficiency». *Va. L. Rev.* No. 70, 1083, pp. 559, 637-642. Aunque vean la *Securities Exchange Act* de 1934 como «una normativa para proteger intereses especiales» en ayuda de la industria de valores, esta evaluación parece prestar muy poca atención a los beneficios que se generan para los inversionistas ordinarios en la forma de una mayor disponibilidad de información pública y un mayor número de empresas monitoreadas de cerca por los analistas de valores. Ver las notas al pie 38-43 y el texto que las acompaña. Aunque esta información no les permitirá «ganarle al mercado» debería beneficiar al inversionista al menos en dos maneras distintas (1) permite al inversionista juzgar mejor el nivel de riesgo de los valores individuales, para evitar invertir en valores cuyo nivel de riesgo excede su nivel personal de aversión de riesgo, y (2) debería reducir la varianza en retornos aplicable a esos valores no negociados en las grandes bolsas de valores, que de otro modo los analistas no estarían monitoreando de cerca.

Efectivamente, los informes periódicos detallados que las empresas «reportantes» presentan bajo la *Securities Exchange Act* de 1934 son principalmente útiles sólo para el analista profesional y no para el inversionista individual³³. Por lo tanto, no es ninguna sorpresa que la comunidad de inversionistas profesionales haya apoyado por mucho tiempo el sistema de revelación continua de la *Securities Exchange Act* de 1934: para ellos el sistema implica un ahorro de costos³⁴.

¿Qué implica este ahorro para la estructura y eficiencia del mercado de valores? En la medida en que la revelación obligatoria reduce el costo marginal de adquirir y verificar información para el profesional de mercado, aumenta la cantidad total de investigación y verificación efectuada. Esto es así debido a que el analista, como un empresario racional, incrementará su producción hasta que su costo marginal iguale su retorno marginal; de lo que se sigue axiomáticamente

que la colectivización de información de valores producirá más información. Con el tiempo los retornos excesivos hacia los analistas de valores inducirán a nuevos competidores a entrar al mercado, lo cual incrementará la competitividad en esta industria. El empirismo causal sugiere que ambas predicciones pueden ser observadas en la experiencia posterior a 1934 en la industria del mercado de valores. Ciertamente el volumen de la investigación en relación con valores es más alto hoy que en 1934, y el mismo título de «analista de valores» no hubiera sido entendido en ese entonces³⁵.

La pregunta no resuelta es, ¿por qué esta disminución de los costos no se ha visto claramente reflejada en incrementos en los precios de las acciones u otro impacto observable inmediatamente después de la aprobación de la *Securities Exchange Act* de 1934?³⁶. Aunque el único estudio existente sobre la reacción del mercado a la aprobación de la

³³ Este punto ha sido argumentado persuasivamente por el profesor Kripke. Ver KRIPKE. «The Myth of the Informed Layman». *Bus. Law No.* 28, 1973. pp. 631-632-638. El Comité de Asesores de la SEC reconoció que una revelación material normalmente llega al mercado y se fijaba en el precio bastante antes que se fijara en el archivo de la *Securities Exchange Act* de 1934. Sin embargo, esto no convierte a tales archivos en irrelevantes, ya que la responsabilidad federal por fraude se relacionaba a los archivos de la *Securities Exchange Act* de 1934 y porque tales registros podrían entonces ser verificados por analistas: «la información contenida en los registros es usualmente mucho más extensa que la entregada anteriormente. Entonces, provee al analista y a otros un medio por el cual la información abreviada ya revelada pueda ser cualitativamente revisada, y evaluada». Informe del Comité de Asesores, nota al pie 6, pp. xlvii. Ver también *Ibid.*, pp. 289-298. Esta justificación de la revelación como una técnica para economizar costos y así ayudar a los profesionales del mercado no fue la intención del Congreso en 1933, pero esto parece ser irrelevante.

³⁴ Ver SELIGMAN, J., ver nota al pie 9, pp. 311-312, 630 n.50 (1982). La industria recibió favorablemente las enmiendas de 1964 que expandieron el alcance de la *Securities Exchange Act* de 1934, incluyendo a las empresas que tuvieran más de 500 accionistas y un nivel determinado de activos. Sin embargo, la industria sí se opuso amargamente a la *Securities Act* de 1933 y condujo lo que el profesor Seligman denominó una «huelga de capital». *Ibid.*, pp. 71-115.

³⁵ El término «análisis de valores» se popularizó gracias a Benjamin Graham y David Dodd quienes publicaron en 1934 su inmensamente influyente declaración de los principios fundamentales del análisis financiero. Ver GRAHAM, Benjamín y David DODD. «Security Analysis: Principles and Techniques». 1934. Aunque este libro tuvo sus precursores, es tan difícil imaginar un desarrollo identificable del analista de valores antes su publicación como concebir el surgimiento de la profesión del psicoanalista antes de Freud. Por ejemplo, la Sociedad de Analistas de Valores de Nueva York, la organización profesional más grande en este campo, no se fundó hasta fines de los treinta. Entrevista telefónica con un funcionario del personal de la Sociedad de Analistas de Valores de Nueva York (abril 1984). Las publicaciones como *Moody's* datan del siglo XIX, y el prototipo del analista de valores puede rastrearse hasta mucho antes de 1934, pero el verdadero desarrollo del analista de valores moderno tuvo que esperar tanto al desarrollo de la teoría que Graham y Dodd codificaron, como al surgimiento del inversionista institucional, el cual ocurrió esencialmente en los sesenta. Ver nota al pie 43 y el texto que la acompaña.

³⁶ Sólo se ha realizado un estudio sobre los efectos de la *Securities Exchange Act* de 1934 en los precios de los valores. Ver BENSTON. «An evaluation for the Securities Exchange Act of 1934». Ver nota al pie 2. El profesor Benston aisló dos grupos de empresas para la comparación: uno que divulgaba los montos de sus ventas antes de la *S.E. Act* del 34 y otro que no lo hacía. Ninguno mostró cambios significativos en la tasa agregada de retorno luego de la aprobación de la norma. En teoría, uno podría esperar que, al conocer los inversionistas la información perjudicial que hasta el momento había sido retenida por la administración, las empresas no divulgadoras experimenten retornos negativos anormales. El profesor Benston concluyó que la norma no tuvo efectos. Sin embargo, la metodología del profesor Benston ha sido cuestionada recurrentemente, en parte porque su grupo «no divulgador» parece haber estado formado por empresas que sí revelaron sus ingresos netos, la variable más importante para los inversionistas. Ver FRIEND y WESTERFIELD, nota al pie 5, pp. 468-470; SELIGMAN nota al pie 5, p. 17. Los profesores Friend y Westerfield también encontraron que ambos grupos de empresas se desempeñaron mejor en el periodo posterior a 1934. Ver FRIEND y WESTERFIELD, nota la pie número 5, pp. 468-470. Pero ver también BENSTON. «Required Disclosure and the Stock Market: Rejoinder» *A. Econ. Rev.* No. 65, 1975. p. 473. Aunque es normal para los estudiosos el confiar en los resultados de Benston sin resaltar las serias fallas metodológicas de su análisis (o las múltiples interpretaciones que podrían darse a estos datos), el tema de si la *Securities Exchange Act* de 1934 tuvo un impacto inmediato en los precios de los valores o en los inversionistas sigue sin resolverse.

Securities Exchange Act de 1934 haya sido demasiado defectuoso, metodológicamente, para captar cualquier cambio ocurrido, otra respuesta posible es que todas las ganancias fueron captadas por los comerciantes informados y otros profesionales del mercado en la forma de reducción de costos. Cabe argumentar que estos comerciantes recibieron aproximadamente el mismo volumen de información tanto antes como después de 1934, pero simplemente obtuvieron esta información a un precio más bajo después de la *Securities Exchange Act* de 1934³⁷. No obstante, esta respuesta parece incompleta, pues ignora que el analista de valores –o su predecesor en esa época– debía producir más información si tenía un menor costo marginal.

El argumento según el cual los menores costos para el analista de valores debían resultar en más producción de información nos lleva sólo hasta ahí. Tal como los profesores Easterbrook y Fischel correctamente anotan, es teóricamente posible que se haya producido demasiada información, particularmente porque no todos, o ni siquiera la mayoría de inversionistas necesitan estar bien informados para que el mercado sea eficiente³⁸. Sin embargo, se detienen en este punto, que parece ser la antesala para comenzar un análisis más cuidadoso.

Según el Comité de Asesores de la SEC sobre revelación de información, sólo cerca de 1,000 de las aproximadamente 10,000 raras empresas «reportantes» registradas bajo la

Securities Exchange Act de 1934 son objeto de un seguimiento regular por parte de los analistas de valores³⁹. En ausencia de un monitoreo de analistas y ante la presencia de transacciones erráticas en el mercado de valores, hay considerables razones para dudar que el mercado para las otras 9,000 compañías sea «eficiente», aun en algunos casos en el sentido «lato» del término. A pesar de que existen otros mecanismos para lograr eficiencia, su eficacia no está probada y es altamente debatible⁴⁰. La conveniencia de gastar recursos sociales para mejorar la eficiencia del intercambio en estos temas pequeños también puede ser razonablemente discutida. Lo que parece estar fuera de discusión, sin embargo, es la consecuencia de aumentar los costos marginales de los analistas de valores para obtener o verificar información. Si derogásemos la *Securities Exchange Act* de 1934 y, por lo tanto, incrementáramos los costos marginales de los analistas, el número de compañías que regularmente son objeto de seguimiento por los analistas seguramente bajaría de la cifra de 1,000⁴¹. En resumen, la reducción de costos para los analistas implica una cobertura más amplia de empresas, y los incrementos de estos costos implican lo contrario. Esta conclusión, a su vez, nos lleva al tema de fondo: cuanto más empresas sean objeto del seguimiento de analistas, habrá más seguridad en cuanto a que en los mercados de capitales haya eficiencia en la asignación de recursos y a que el juego sea justo en lo que respecta a tales empresas.

³⁷ Esta es la tesis que los profesores Gilson y Kraakman avanzan. Ver GILSON y KRAAKMAN, nota al pie 32, pp. 636-638.

³⁸ «La versión más sofisticada de la explicación de los bienes públicos es que aunque los inversionistas producen información, producen a la vez demasiada y muy poca información». EASTERBROOK y FISCHEL, ver nota al pie 13, p. 681. A pesar de que su afirmación parece ser correcta, sólo enmarca el problema, sin evaluar el impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934 que anima al analista a producir más información, mientras elimina la necesidad de duplicar esfuerzos por parte de analistas o inversionistas rivales. En lugar de esto, los profesores Easterbrook y Fischel se apoyan en el Teorema de Coase, el cual por sus propios términos es inaplicable cuando existen altos costos de transacción, como probablemente sucede en el caso de un accionariado pequeño y ampliamente difundido.

³⁹ Informe del Comité de Asesores, ver nota al pie 6, pp. xviii-xix. El profesor Kripke ha cuestionado este número por ser muy bajo. KRIPKE, H., ver nota al pie 6, pp. 126-128. Este cuestionamiento parece correcto pero sólo en cuanto a la intensidad. Incluso si el número de empresas objeto de seguimiento regular fuese el doble, esto dejaría a 8,000 compañías con más de 500 accionistas sin seguimiento dentro de la comunidad profesional de analistas financieros.

⁴⁰ Desde luego algunos argumentarán que las fuerzas de mercado son adecuadas para inducir la revelación de información aunque el seguimiento de los analistas no se esté llevando a cabo. Esta teoría de la revelación de información auto-inducida es examinada en la sección II de este artículo, que la encuentra parcialmente cierta.

⁴¹ En el margen, puede esperarse que un analista de valores mientras se incrementa su costo marginal reduzca sus operaciones (ya sea investigando a menos empresas o investigando al mismo número de manera menos profunda). Una forma de probar esta tesis puede ser comparar el número de empresas objeto de un seguimiento regular antes de 1934. Sin embargo, no hay manera de medir objetivamente esta variable, en parte porque existían menos analistas de valores en aquella época y las técnicas eran más rudimentarias. Una investigación superficial revela que desde 1941 habían 1,210 emisores listados en la Bolsa de Valores de Nueva York. Ver el 7 SEC Ann. Rep. 305 (1941). Asumiendo que este número constituye el límite máximo de los valores objeto de seguimiento regular, aun así no se contrasta notoriamente con el número estimado de valores que son objeto de seguimiento regular hoy día. Ver el texto que acompaña a la nota al pie 39. La cifra de 1,210 probablemente sobrepasa la cantidad de empresas que eran objeto de seguimiento regular; el profesor Seligman le ha informado a este autor que en su opinión antes de 1934 pocas empresas revelaban suficiente información para ser objeto de un seguimiento al nivel asumido por el Comité de Asesores de la SEC en su estimado que actualmente los analistas siguen regularmente a 1,000 empresas. Otra forma de probar esta tesis sería comparar el número de analistas de valores a tiempo completo antes y después de 1934. Aunque la cifra de 14,646 dada por el Comité de Asesores de la SEC en 1977, ver nota al pie 19, probablemente excede en gran medida a la cifra previa a 1934, ésta es una comparación ilegítima porque la profesión de analista de valores estaba entonces sólo en su infancia.

Ningún principio inmutable dice que 1,000 (o cualquiera que sea el nivel actual) es el punto de equilibrio correcto, pero la política debe encuadrarse en estos términos. Desde esta perspectiva, el analista de valores es hijo de la *Securities Exchange Act* de 1934. Para estar seguros, la *Securities Exchange Act* de 1934 es sólo uno de los padres: el nacimiento del analista moderno también tuvo que esperar el desarrollo de una estructura institucional que pudiera sostener y apoyar la investigación de valores como una profesión especializada. Debido a las dificultades antes mencionadas para contratar investigación de valores⁴², el desarrollo del analista requería la emergencia previa de una clase de inversionistas —es decir, el inversionista institucional moderno— que negociara transacciones suficientemente repetitivas y en un volumen suficientemente grande para poder compensar al analista mediante el sistema único de intercambiar asesoría por comisiones de corretaje futuras.

En 1934, los inversionistas institucionales representaban sólo una pequeña fracción de la negociación de valores representativos de capital; la figura dominante era todavía la del inversionista profesional, que confiaba más en rumores, datos, y contactos personales que en información sólida. Solamente con la posterior aparición (probablemente en los años sesenta) del inversionista institucional —y en particular una población de inversionistas institucionales en toda la nación— es que surgió la estructura institucional que podía sostener al moderno analista de valores⁴³. Bajo esta luz, la *Securities Exchange Act* de 1934 se vuelve la lógica, si bien prematura, respuesta a un problema que iba a surgir: ¿cómo incrementar el volumen de investigación de valores, que hasta entonces no era siquiera demandada?. En 1934, cualquier ganancia que la *Securities Exchange Act* de 1934 creara podía haber sido completamente captada por un selecto grupo de inversionistas profesionales, pero con la consiguiente expansión de la industria, el ahorro de costos que la *Securities Exchange Act* de 1934 generaba ayudó a crear el analista de valores como una profesión específica. Que este resultado fuera casual no lo hace menos deseable.

B. Desperdicio social y el problema de la investigación excesiva

La hipótesis de que un sistema obligatorio de revelación reduce los costos incurridos por los profesionales del mercado tiene otro importante corolario: la riqueza social agregada presumiblemente se incrementa porque la colectivización parcial de información de valores que la *Securities Exchange Act* de 1934 ordena crea economías con respecto a los montos totales gastados para tratar de obtener ganancias en el mercado de valores. Desde la perspectiva del bienestar social, las ganancias obtenidas a través del mercado de valores no crean riqueza adicional; la ganancia de una parte se vuelve la pérdida de la otra parte, mientras que el proceso de investigar y verificar la información de valores consume recursos reales⁴⁴. A pesar de que la investigación de valores a veces crea riqueza social (por perfeccionar la eficiencia de los mercados de capitales y por facilitar la habilidad del empresario para conseguir capital para los proyectos de creación de riqueza), la *Securities Exchange Act* de 1934 se dirige principalmente al mercado secundario de intercambio. Aquí, uno puede observar a los participantes comprometidos en conseguir ganancias comerciales que no afectan a la riqueza agregada del accionista. Por lo tanto, sus gastos para tratar de obtener dichas ganancias representan desperdicio social, tal como señaló el profesor Hirschleifer hace tiempo en un artículo clásico⁴⁵. A la luz de esto, la mayor relevancia de un sistema obligatorio de revelación de información está en su capacidad de reducir estos costos. Las empresas rivales no tienen necesidad de incurrir en gastos para producir bancos de información duplicada cuando un banco de información central de valores es creado en la SEC. Entonces, la *Securities Exchange Act* de 1934 en lugar de producir demasiada información (como sugieren los profesores Easterbrook y Fischel)⁴⁶, probablemente reduce el desperdicio generado por la duplicación al establecer un almacén central de información.

Esta afirmación respecto de que el desperdicio producido por la duplicación es eliminado

⁴² Ver el texto que acompaña a las notas al pie 29-31.

⁴³ El volumen de transacciones institucionales en la Bolsa de Valores de Nueva York se incrementó durante los sesenta desde un bajo 17% hasta un alto 52% en 1969. Ver SELIGMAN, J., nota al pie 9, pp. 351-352.

⁴⁴ Ver FAMA y LAFFER. «Information and Capital Markets». J. Bus. No. 44, 1971. p. 289. HIRSHLEIFER. «The Private and Social Value of Information and the Reward to Incentive Activity». Am. Econ. Rev. No. 61, 1971. p. 561.

⁴⁵ Ver HIRSHLEIFER, nota al pie 44. En efecto, la sociedad podría decidir racionalmente pagarle a los analistas para que no dupliquen esfuerzos en la investigación cuando los recursos así utilizados sólo afectarían la distribución de las ganancias comerciales sin incrementar la eficiencia del mercado.

⁴⁶ Ver EASTBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 693-695.

por un sistema obligatorio de revelación puede sonar inconsistente con la anterior aseveración de que la inadecuada investigación con respecto a valores ocurre por la semejanza los bienes públicos y la información relacionada con valores. Sin embargo, no hay contradicción alguna. Los profesionales financieros pueden gastar muy poco y, a la vez, demasiado en verificar y obtener información.

El primer problema surge porque muy pocas compañías son seguidas o son investigadas inadecuadamente; el segundo, porque las investigaciones de un analista son duplicadas por otro. Así, la existencia de un almacén central de información en la forma de la SEC es por lo menos una respuesta parcial a ambos problemas.

C. La Asignación Eficiente: El Interés Público en la Adecuada Investigación de Valores

¿Cuál de los últimos dos problemas discutidos—demasiada investigación o muy poca— es más serio? Esta pregunta es importante porque el diseño de un sistema óptimo de revelación de información depende en gran medida de cómo uno la responda.

Dos perspectivas muy diferentes son posibles en el mercado de valores. Si lo vemos simplemente como un «juego justo» en el cual los precios de valores son «imparciales» (es decir, que los precios pueden moverse igualmente a favor del comprador como del vendedor), hay poco sustento para una intervención regulatoria (excepto posiblemente para prevenir el *insider trading*). Además, ya que a la luz de esto el mercado de valores es esencialmente un «juego de suma cero» —es decir, que la ganancia de un lado en cada transacción es la pérdida del otro lado— la sociedad no tiene razones para alentar a las partes a invertir sus recursos en este intento improductivo para obtener riqueza a expensas del otro. Viéndolo así, el sistema de revelación obligatoria sería justificable principalmente como un medio de minimizar los recursos desperdiciados dedicados a intentar obtener estos beneficios en el mercado de valores.

Contrariamente, si vemos al mercado de valores como el principal mecanismo de

asignación para el capital de inversión, el comportamiento de los precios de los valores es importante no tanto por las consecuencias distributivas en los inversionistas sino más por su efecto en cuanto a eficiencia asignativa. A la luz de esto, es importante no solamente que el juego sea justo, sino que sea preciso—es decir que se asigne el precio correcto al capital. Dependiendo del precio de la acción de una sociedad, su costo para obtener capital será muy alto o muy bajo comparado con el costo que prevalecería en un mercado perfectamente eficiente. En cualquier caso, el mecanismo de la sociedad para asignar el escaso capital de inversión entre usuarios competidores se distorsiona, aunque el juego se mantiene igualmente justo para compradores y vendedores.

Bajo esta perspectiva, la pregunta empíricamente crítica cambia de si es que las leyes federales de valores mejoraron la media de retorno a los inversionistas, a si es que redujeron la varianza asociada con estos retornos. Esto es, si las leyes federales de valores redujeron la dispersión asociada con los retornos de nuevas emisiones, puede inferirse razonablemente que hicieron al mercado de nuevas emisiones más asignativamente eficiente. El profesor Stigler aparentemente reconoce este punto: «la dispersión de precios» escribe «es una manifestación y, en efecto, es una medida de ignorancia en el mercado»⁴⁷. Cuanto mayor sea la varianza asociada con los retornos de valores, más grande será la incertidumbre y la heterogeneidad de las expectativas del inversionista, y menor la probabilidad de que nuestro método de asignación de capital esté trabajando eficientemente. Sin embargo, la bolsa de valores puede todavía parecer eficiente en la medida en que los precios se muevan al azar y las revelaciones públicas obligatorias parezcan no causar ajustes en los precios.

Una vez que el análisis se enfoca en el grado de dispersión asociado a los precios de los valores ante la presencia o ausencia de un sistema obligatorio de revelación, el tema empírico se reduce. Cualquier estudioso que haya investigado el impacto de las leyes federales de valores —incluyendo Stigler, Bentson, Jarrell, y Friend— parece estar de acuerdo con que la dispersión de precios declinó después de la aprobación de la *Securities Act* de

⁴⁷ Ver STIGLER. «The Economics of Information». J. Pol. Econ. No. 69, 1961. pp. 213-214.

1933⁴⁸. La conclusión más lógica a obtener de esta evidencia es que la eficiencia asignativa fue realizada y que, como consecuencia, los inversionistas se beneficiaron⁴⁹. El punto clave, entonces, es que el beneficio social de las leyes federales que regulan el mercado de valores puede exceder su beneficio para los inversionistas. Los beneficiarios del aumento de la eficiencia asignativa incluyen virtualmente a todos los miembros de la sociedad, no solamente a los inversionistas. A la luz de esto, sería miope considerar a la *Securities Exchange Act* de 1934 simplemente como un subsidio para inversionistas o denigrar sus beneficios como meras ganancias resultantes de las operaciones en el mercado de valores.

Este enfoque sobre la eficiencia asignativa debería también enmarcar los esfuerzos futuros de investigación. En vez de debatir

interminablemente sobre el efecto que las leyes federales que regulan el mercado de valores tuvieron hace medio siglo, es momento de volcarnos hacia temas de mayor relevancia actual. Por ejemplo, ¿la reciente tendencia a la desregulación en conexión con la administración de la *Securities Exchange Act* de 1934 está asociada con algún aumento en la dispersión de precios o volatilidad del mercado? Preguntarse esto no es responderlo. Sin embargo, pueden definirse hipótesis a ser probadas: por ejemplo, uno podría preguntarse si la dispersión de precios ha aumentado después de la adopción del sistema integrado de revelación de información en 1982⁵⁰ y del uso extendido de declaraciones con respecto a programas de emisión^{vii}⁵¹. En caso contrario, la reducción de costos para emisores corporativos asociados con estas reformas regulatorias parecería justificada⁵². Claramente, sin embargo, esta pregunta no puede ser

⁴⁸ El estudio inicial del profesor Stigler encontró que la varianza asociada a los retornos de las nuevas emisiones de valores declinó luego de la aprobación de la *Securities Act* de 1933. Ver STIGLER, «Comentario». *J. Bus.* No. 37, 1964. pp. 414,418-419. STIGLER, ver nota al pie 1, p. 122. Cfr. SELIGMAN, ver nota al pie 5, pp. 10-11. (Criticando la conclusión de Stigler cuando afirma que una reducción en la varianza en los precios de los nuevos valores no era relevante). Friend y Herman tuvieron resultados semejantes. Ver FRIEND y HERMAN. «The SEC Through a Glass Darkly». Ver nota al pie 5. En respuesta el profesor Benston no ha contestado que hubo una reducción en las desviaciones normales asociadas con los valores luego de 1933, pero ha discutido la relevancia de esta reducción. Ver BENSTON. «Required Disclosure and The Stock Market: Rejoinders». *Am. Econ. Rev.* No. 65, 1974. p. 473. Para ver la última ronda de este debate consultar FRIEND, nota al pie 5, pp. 8-12. Finalmente, en un estudio reciente el profesor Jarrell también ha encontrado una declinación en la varianza de los retornos asociados con las nuevas emisiones de valores después de 1933. Ver JARRELL, nota al pie 7. Al igual que Benston, Jarrell duda que esta reducción en la varianza sea un logro significativo y en cambio sugiere que representa un excesivo paternalismo por parte de la SEC. Según su posición, ya que esta reducción en la varianza no estaba relacionada con un incremento en la media del retorno, no benefició a los inversionistas; para ellos esto implica que la SEC desincentivó las atractivas ofertas de alto riesgo junto con las fraudulentas. Incluso si ello fuera cierto, es curioso interpretarlo como un logro dudoso. Si asumimos que los inversionistas tienen aversión al riesgo, cualquier reducción en la varianza (o relacionada al riesgo de un retorno) que no reduzca la media del retorno es deseable. Este punto ha sido bien anotado por Friend, ver nota al pie 5, pp. 15-16.

⁴⁹ Como se señaló en la nota anterior, los inversionistas se benefician de cualquier reducción en la varianza que no reduzca la media del retorno. Por ejemplo, si un bono de Chrysler con un interés de 13% repentinamente viera su riesgo eliminado (es decir, la posible varianza en los retornos fuera eliminada), su valor se incrementaría significativamente.

⁵⁰ Ver SEC Securities Act Release No. 6383. *Fed. Reg.* No. 47, 1982. p.p. 11 y 380. Reimpreso en *Accounting Series Releases Transfer Binding 1937-1982*. *Fed. Sec. L. Rep.* (CCH) P72,328. 3 de marzo de 1982. En un sistema integrado de revelación de información algunos emisores pueden usar un prospecto formado casi exclusivamente por referencias a informes presentados antes de la *Securities Exchange Act* de 1934. Comparar BANOFF. «Regulatory Subsidies, Efficient Market, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415». *Va. L. Rev.* No. 70, 1984. p. 135. con FOX. «Shelf Registration, Integrated Disclosure, And Underwriter Due Diligence: An Economic Análisis». *Va. L. Rev.* No. 70, 1984. (próximo).

^{vii} Nota del traductor: el autor usa el término «*shelf registration statements*».

⁵¹ Ver SEC Rule 415, SEC Securities Act Release No. 6499, *Fed. Reg.* No. 48, 1983. p. 52 y 889. Reimpreso en *Fed. Sec. L. Rep.* No. 1, 17 de noviembre de 1983. (CCH) P3383. Ver FERRARA y SWEENEY. «Shelf Registration Under SEC Temporary Rule 415». *Corp. L. Rev.* No. 5, 1982. p. 308. La Regla 415 fue adoptada temporalmente en el *Securities Act Release* 6383, pero ahora se ha hecho permanente. Para un análisis de la Regla 415 ver Banoff, nota al pie 50.

⁵² Continúa un debate sustancial sobre si un sistema integrado de revelación de información y las declaraciones con respecto a programas de emisión erosionarán los esfuerzos de *due diligence* de los *underwriters* y sus asesores. Debido a que la Regla 176, 17 C.F.R. ss 230.176 (1983), reimpresa en *Fed. Sec. L. Rep.* P4600 (31 de marzo de 1982), reduce la responsabilidad potencial de los *underwriters* por la información incluida referencialmente en el prospecto, se puede argumentar que los *underwriters* y sus asesores tienen hoy menos incentivos para verificar la exactitud de la información bajo un sistema integrado de revelación de información. La ex comisionada Barbara Thomas se opuso a la adopción de la regla 415 por estas razones. Ver SEC Securities Act Release No. 6423, *Fed. Reg.* No. 47, 1982. pp. 39, 799 y 803. Reimpreso en *Transfer Binder*, 1982. *Fed. Sec. L. Rep.* (CCH) P83,250,85,279 (2 de septiembre de 1982). Viendo el lado positivo del balance, es claro que la Regla 415 redujo las comisiones de *underwriting* al incentivar una mayor competencia. Ver EHRBAR. «Upheaval in Investment Banking». En: *Fortune*, 23 de agosto de 1982. p. 90. Ahí se sugiere que cualquier reducción significativa de los esfuerzos de «*due diligence*» socialmente deseables se observaría en la más alta volatilidad de los valores (neta de todo el movimiento del mercado) y en el incremento de la dispersión del precio. Hasta que se intente probar esta tesis el debate será indeterminable.

contestada con seguridad mirando solamente la reacción inmediata del mercado frente a estos desarrollos o prestando solamente atención al cambio, de haberlo, en la media de los retornos a los inversionistas. Una vez que reconocemos que hay un interés social relacionado con un mercado de capitales eficientemente asignado, el considerar sólo los costos de los emisores y beneficios de los inversionistas resulta una forma muy estrecha de calcular el costo social.

II LA TEORÍA DE REVELACIÓN VOLUNTARIA

Subyacente a gran parte de la tesis propuesta por los profesores Easterbrook y Fischel está la visión de que los administradores corporativos tienen fuertes incentivos para revelar voluntariamente toda información relevante a los inversionistas; por lo tanto, un sistema obligatorio de revelación es extremadamente superfluo⁵³. Esta tesis se deriva del trabajo de los teóricos económicos de la empresa - más notablemente del trabajo de Jensen y Meckling sobre costos de agencia⁵⁴ VIII y Stephen Ross sobre la teoría de señalización^{IX} 55.

Estos teóricos no niegan que la separación de propiedad y control en la sociedad abierta moderna implica un conflicto entre los intereses de la administración y los accionistas. Ellos argumentan, sin embargo, que el peso de este conflicto recae en la administración. Para vender los valores de la sociedad inicialmente o para mantener el precio de las acciones de la sociedad en lo sucesivo, el gerente debe convencer al mercado que todos los hechos relevantes están siendo (y continuarán siendo) informados; de no ser así, él será el principal perdedor. Como resultado, según estos teóricos, administradores y accionistas tienen incentivos mutuos para estructurar la sociedad de tal manera que el mercado tenga confianza en que toda la información relevante está siendo revelada.

Las típicas técnicas para lograr este objetivo están resumidas en el artículo de Easterbrook y Fischel: las sociedades usarán auditores para dar credibilidad a sus declaraciones⁵⁶, las sociedades alentarán a los administradores, a través de opciones sobre acciones, a mantener una porción sustancial de su portafolio en acciones de la sociedad⁵⁷ y los *underwriters* que vendan las acciones de la sociedad también retendrán una porción sustancial de acciones en su propia cuenta⁵⁸. El interés con respecto a su reputación, también previene comportamientos por parte de los administradores que pudieran resultar perjudicial para los accionistas⁵⁹. Claramente, hasta cierto punto estas fuerzas deberían inhibir el comportamiento oportunista de la administración, reprimir su consumo de beneficios adicionales al salario, y reducir cualquier tendencia de la administración a eludir su responsabilidad. Sin embargo, el asegurar que son suficientes para declarar irrelevante la necesidad de un sistema obligatorio de revelación de información es una afirmación mucho más fuerte, con respecto a la cual la evidencia es mucho más débil. Los costos de agencia deberían mantenerse⁶⁰, y un conflicto básico de intereses permanece mientras los administradores puedan adquirir la sociedad de sus accionistas.

A. Una crítica de la teoría

La falacia de concluir que un sistema obligatorio de revelación de información es irrelevante no recae en la premisa de que si la compensación del administrador se hace en función del rendimiento de la sociedad, el administrador es alentado a actuar sólo en beneficio de la sociedad, sino en la existencia de dificultades para implementar sistemáticamente este método compensatorio eliminando las ocasiones para un comportamiento oportunista. Típicamente, algunos economistas simplemente asumen la inexistencia de estos problemas.

⁵³ Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 683-685.

⁵⁴ Ver JENSEN y MECKLING. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». J. Fin. Econ. No. 3, 1976, p. 305.

^{VIII} Nota del traductor: el autor usa el término «agency costs».

^{IX} Nota del traductor: el autor usa el término «signaling theory».

⁵⁵ Ver ROSS. «Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory». En: Issues in Financial Regulation. (F. Edwards ed. 1979). p. 177.

⁵⁶ Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 675.

⁵⁷ *Ibid.*, p. 676.

⁵⁸ *Ibid.*, p. 675.

⁵⁹ *Ibidem.*

⁶⁰ Ver WILLIAMSON. «Organizational Form, Residual Claimants and Corporate Control». J.L. & Econ. No. 26, 1983, p. 315. Argumentando que los cambios en la forma de organización y la prevalencia de las tomas de control han mitigado pero no eliminado los costos de agencia y el oportunismo de la administración.

Por ejemplo, Stephen Ross, cuya teoría de señalización de incentivos^x contiene el discurso más completo con relación a las condiciones necesarias para un sistema totalmente voluntario de revelación de información, afirma que las compensaciones de los administradores serían limitadas «por el nivel de sueldo que podrían recibir en trabajos competitivos»⁶¹. En otras palabras «ninguna empresa contrataría a un administrador por \$1 millón al año cuando el sueldo normal es de \$100,000»⁶². Como él lo reconoce, sin embargo, cualquier programa que restrinja las compensaciones administrativas a los niveles de mercado, debe enfrentar el problema del *insider trading*. Tal posibilidad ofrece al administrador una tentadora manera de beneficiarse, lo haga o no su empresa. El argumento de Ross en esta coyuntura crítica es sintomático del desinterés del economista por los problemas de implementación. Él escribe:

«Los accionistas no permitirán que un administrador de \$100,000 al año tenga la libertad de negociar en la sociedad por su propia cuenta y hacer ganancias de millones de dólares... Esto no quiere decir que los administradores no vayan a tener un incentivo para usar información interna en su propio beneficio, sino que los accionistas están al tanto de tales incentivos y que celebrarán contratos que penalicen tales actividades.»⁶³ Aunque pueda ser cierto que los accionistas quisieran prevenir el uso indebido de información

privilegiada por su administración, ello no quiere decir que lo puedan hacer en la práctica. El profesor Ross, en efecto, ha «presupuesto el abridor de latas⁶⁴» en lugar de atacar los problemas que emanan de reconocer que el *insider trading* es virtualmente indetectable⁶⁵. Además, en la medida que el *insider trading* pueda ser detectado, la sanción pública es más viable que cualquier sistema de restricciones contractuales.⁶⁶ Realmente, ningún sistema contractual de éstos ha sido probado⁶⁷. Como resultado, el fondo del asunto es que el *insider trading* persistirá y, por lo tanto, los prerequisites de la teoría de revelación voluntaria del profesor Ross no se ven satisfechos.

A pesar de que esta falta de congruencia entre los intereses de los administradores y accionistas pueda evidenciar la necesidad de una regulación contra el fraude, es discutible si demuestra la necesidad de un sistema obligatorio de revelación de información. Debido a que los administradores pueden efectuar operaciones en el mercado casi instantáneamente una vez que se percatan de la importancia de información sustancial no revelada, un sistema de divulgación periódica trimestral –tal como impone esencialmente la *Securities Exchange Act* de 1934-⁶⁸ hace poco por inhibir tales operaciones. Una vez que la administración ha llevado a cabo una operación, tiene en efecto un incentivo particularmente fuerte para entregar información positiva o adversa y apresurar la respuesta deseada del

^x Nota del traductor: el autor usa el término «*incentive signalling theory*».

⁶¹ ROSS, nota al pie 55, p. 184.

⁶² *Ibidem*.

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ Esto se refiere al chiste común sobre dos científicos y un economista varados en una isla desierta con una lata de frijoles que no pueden abrir como único alimento. El físico desarrolla una teoría para romper la lata, el químico hace algo similar para lograr que hierva hasta reventar, pero el economista sugiere el plan más sencillo: «asumir que cuentan con un abridor de latas».

⁶⁵ Respecto a la dificultad para detectar el *insider trading* ver DOOLEY. «Enforcement of Insider Trading Restrictions». Va. L. Rev. No. 66, 1980. p. 1.

⁶⁶ Las economías de escalas favorecen la sanción pública porque la Bolsa de Valores de Nueva York y la SEC pueden notar rápidamente cualquier transacción inusual y ya cuentan con una inversión fija dedicada a la vigilancia del mercado. El clásico motor del descubrimiento –el gran jurado- puede ser (y es) usado por los fiscales federales para rastrear pistas y desarrollar información, lo cual un privado no podría hacer fácilmente. Existen también otros problemas con la persecución privada. Ver COFFEE. «Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working». Md. L. Rev. No. 42, 1983. p. 215.

⁶⁷ Esto lo hicieron notar los profesores Carlton y Fischel, quienes alegan que el *insider trading* debe ser legalizado. Ver CARLTON y FISCHEL. «The Regulation of Insider Trading». Stan. L. Rev. No. 35, 1983. p. 857. El punto de esta respuesta es simplemente que la viabilidad de restricciones contractuales, como las previstas por el profesor Ross, no ha sido demostrada nunca.

⁶⁸ La Sección 13 (a) la *Securities Exchange Act* de 1934 exige que una compañía reportadora presente informes anuales o trimestrales de acuerdo a lo que la SEC determine reglamentariamente. Las reglas de la SEC exigen que se presente un informe trimestral según el formulario 10-Q dentro de los cuarenta y cinco días siguientes al término de los tres primeros trimestres fiscales del emisor. Ver 17 C.F.R.] 240.13a-13 (1983), reimpreso en 2 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P23,608 (4 de Mayo, 1983); Form 10-Q, 17 C.F.R.] 240.308a (1983). Así mismo, bajo 17 C.F.R.] 240.13a-11 (1983), reimpreso en 2 Fed. Sec. L. Rep (CCH) P 23,512 (4 de Mayo, 1983), debe presentarse un «informe actualizado» del formulario 8-K durante los quince días siguientes a la ocurrencia de eventos extraordinarios específicos que no fueron previamente reportados. Ver Form 8-K, Gen. Instr. B.

mercado⁶⁹. Cualquier demora en la entrega de la información entonces se vuelve trivial⁷⁰.

Aún si la forma tradicional de *insider trading* otorga poca justificación a un sistema obligatorio de revelación de información, un nuevo fenómeno, que presenta el mismo dilema, sugiere la utilidad de la revelación obligatoria. En los últimos años, ha habido un extraordinario aumento en la frecuencia de tomas de control con endeudamiento o «*leveraged buyouts*». El *Leveraged Buyout* (LBO) es una técnica para la compra de la sociedad por su administración (con posiblemente algunos inversionistas de capital) gravando los activos de la sociedad para garantizar el financiamiento del precio de compra. Según ciertos cálculos, las LBOs se incrementaron del veinte por ciento de todas las adquisiciones en 1982 al cincuenta por ciento en 1983⁷¹. A pesar que hay justificaciones económicas para tales transacciones⁷², la reciente popularidad de las LBOs parece estar mejor explicada como una respuesta defensiva al aumento de la amenaza de tomas de control hostiles. Como resultado, sin embargo, la posibilidad de la toma de control por parte de la administración intensifica el conflicto de intereses ya existente entre la administración y los accionistas. En efecto, permite a la administración dedicarse al *insider trading* no en una escala reducida en el mercado de acciones sino en una escala mucho más grande, a nivel de transacciones de control corporativo. Actualmente las LBOs tienden a ocurrir con altas primas, y, por lo tanto, algunos las verán como un fenómeno benigno y deseable. Sin embargo, esta tendencia a la toma de control a una prima alta puede ser más la consecuencia del sistema de revelación obligatoria existente que prueba de su irrelevancia.

En ausencia de un sistema obligatorio de revelación de información, la popularidad de las LBO seguramente aumentaría. Este aumento debería exacerbar dos incentivos perversos distintos. Primero, la posibilidad de

que una toma de control a una prima baja pueda llevar a la administración a retener o subvalorar información positiva para comprar la sociedad en una LBO. Segundo, esta posibilidad puede inducir a la administración a revelar falsa información sobre desarrollos adversos. Este segundo punto tiene especial relevancia porque la teoría de revelación voluntaria tal como es descrita por Ross y Jensen, así como por Meckling, plantea que la administración debe reportar toda información adversa con precisión porque cualquier suspensión en el flujo de información suministrada llevará al mercado a asumir que ha ocurrido un desastre financiero. En efecto, estos teóricos concluyen que el mercado va a sobre-reaccionar a menos que las malas noticias sean suministradas con todo candor. Los profesores Easterbrook y Fischel resumen apropiadamente este argumento cuando declaran:

«Este proceso funciona tanto para las malas noticias como para las buenas. Cuando la sociedad comienza a revelar información no puede parar de hacer toda revelación importante, porque los inversionistas siempre van a asumir lo peor. Debe revelar lo malo con lo bueno, si no los inversionistas van a asumir que lo malo es aun peor de lo que es»⁷³.

Aunque esta ley de hierro les parecerá noticia a los inversionistas de Penn Central o Equity Funding, el punto más básico es que cualquier tal respuesta de mercado está sujeta a obvia manipulación. En términos simples, si la falta de revelación realmente significara desastre, la administración podría manipular este modelo para sus propios intereses. La administración podría suspender deliberadamente la revelación para causar una baja económicamente injustificada en el precio de las acciones y entonces comprar las acciones a un precio artificialmente depreciado (o incluso vender a futuro poco antes de la suspensión de la revelación). Aún mejor, podría usar el silencio

⁶⁹ Ver notas al pie 25 y 28, y el texto que las acompaña.

⁷⁰ Pero considere los hechos en *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denegado, 394 U.S. 976 (1969) & cert. denegado, 404 U.S. 1004 (1971). En este caso, los funcionarios del emisor se enteraron de la existencia de depósitos de mineral extraordinariamente valiosos en noviembre de 1963 y empezaron a cerrar transacciones en grandes cantidades. La empresa, sin embargo, no reveló adecuadamente su descubrimiento hasta abril de 1964. Ver también la nota al pie 25.

⁷¹ Ver HILL. «Buyout Boom: Leveraged Purchases of Firms Keep Gaining Despite Risks». En: *Wall St. J.*, 29 de diciembre, 1983. p. 1, col. 6 (citando a Robert Mancuso, Director Gerente de Merrill Lynch Capital Markets). Ver también, MEYER & McGOUGH, «Where Smart Money Wants to Go». En: *Forbes*, 19 de diciembre, 1983. p. 38.

⁷² Sobre todo, los LBOs reducen costos de agencia, lo cual podría incrementar el valor de la empresa para sus accionistas. También pueden ser posibles acuerdos compensatorios más flexibles para los administradores, y se podrían aprobar más rápido algunas transacciones económicamente convenientes que impliquen negociación interna.

⁷³ EASTERBROOK & FISCHEL, ver nota al pie 13, p. 683.

para asustar al mercado y después proceder a una LBO.

Con el tiempo, los inversionistas aprenderían a anticipar estas tácticas, y no relacionarían la falta de revelación con el desastre. Como resultado, sin embargo, habría gran incertidumbre sobre el significado de un paro en el flujo de información y la premisa original según la cual la falta de revelación podría llevar al mercado a sobre-correr ya no sería verdadera. Entonces, volvería a surgir un incentivo para que la administración no revele información adversa.

En resumen, no se puede tener las dos cosas: si la falta de revelación implica desastre, esta ecuación puede ser explotada por la administración para facilitar su adquisición ya sea de las acciones de la sociedad, o de sus activos; si la falta de revelación no implica desastre, entonces la administración no necesita revelar información adversa normalmente. ¿Cómo es que esta inconsistencia en la teoría de revelación voluntaria se relaciona con la necesidad de un sistema obligatorio de revelación de información (en contraposición a simplemente suministrar una justificación para una regla anti-fraude)? La respuesta tiene dos lados.

Primero, bajo un sistema obligatorio de revelación de información, un LBO a un precio inadecuado tenderá a atraer una contraoferta más alta de una tercera persona. Tal contraoferta es el remedio ideal, es auto-impuesta y sin costo para el inversionista. Una regla anti-fraude, por sí sola, no podrá sin embargo lograr este resultado. Aunque una regulación de fraude pueda darle al inversionista causa para accionar, no asegura la suficiente diseminación de información para activar al mercado interesado en el control de la sociedad. Los ofertantes necesitan información antes de invertir millones (o billones) en una adquisición. Un sistema obligatorio de revelación de información responde a esta necesidad y, por lo tanto, facilita la competencia por el control. Generalmente, aunque una regulación anti-fraude compensa a las víctimas, no impide de forma suficiente la mala conducta subyacente porque quien ha hecho mal no sufre pérdidas significativas, sino solamente reembolsa las ganancias indebidamente obtenidas. Sin embargo, la posibilidad de una contraoferta más alta tiene más probabilidad de disuadir ya que después de una toma de control, la administración involucrada seguramente sería cambiada.

Segundo, dados los incentivos para no revelar información adversa (ya sea para inducir a la baja del mercado y así facilitar una toma de control o para posponer la respuesta del mercado a favor del propio interés de la administración), un sistema obligatorio de revelación es un complemento conveniente para una regulación anti-fraude. La ley de fraude tiene grandes dificultades conceptuales con la falta de revelación de información. Tampoco puede imponer fácilmente los costos de la mala actuación en la administración responsable. En lugar de eso, si la administración no transa en el mercado de valores sino simplemente retiene información adversa para proteger su propia posición, se expone muy poco, en la práctica, a la posibilidad de un litigio. El emisor corporativo puede ser declarado responsable (aunque esto está lejos de ser seguro), pero la responsabilidad corporativa en este contexto puede significar que se transfiera un pago de una clase de accionistas a la otra.

En el análisis final, la aseveración de que las fuerzas del mercado, por sí solas, inducirán la revelación adecuada, descansa sobre la defectuosa premisa de que la administración debería verse a sí misma como un «jugador por repetición» que puede maximizar sus propios intereses a largo plazo sólo manteniendo la confianza del mercado. Frecuentemente, esta premisa es correcta. En un ambiente cada vez más caracterizado por tomas de control hostiles y LBOs, sin embargo, ya no es seguro asumir que la administración espera o trata de quedarse como «jugador por repetición». Si la administración cree que una baja en las acciones impulsará una toma de control hostil que lo sacará de su puesto, no tiene el lujo de dar una mirada a largo plazo y puede tal vez buscar demorar la llegada de las malas noticias al mercado. Temiendo una toma de control, también puede decidir llevar a cabo una LBO (aunque tal transacción la fuerce a mantener un portafolio no diversificado) y entonces suprimiría o rebajaría información positiva. Solamente en un mundo estático (hoy inexistente) donde la administración está confiada que puede quedar en control de su sociedad, podríamos esperar que adoptara una perspectiva a largo plazo del «jugador por repetición».

B. La evidencia comparativa

La plausibilidad de una teoría no es su prueba final. Como resultado, las fallas aparentes en la teoría de la revelación inducida por el

mercado no eliminan del todo la más complicada pregunta de si cualquier evidencia empírica está disponible para medir comparativamente la eficacia de los sistemas voluntarios y obligatorios de revelación de información. El único estudio, por parte de Benston, que compara los precios de las acciones antes de la *Securities Exchange Act* de 1934 y después de ella ha generado sustancial crítica⁷⁴. Aun si este estudio se volviera a hacer, otros problemas confundirían cualquier intento de evaluar el presente impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934 basados principalmente en una comparación del retorno de acciones antes y después de su aprobación⁷⁵. Los inversionistas institucionales, los analistas de valores, y la ley moderna que regula el fraude no surgieron hasta décadas después de 1934. Existe razón suficiente para creer, como se ha señalado más arriba⁷⁶, que la *Securities Exchange Act* de 1934 tuvo su principal significado sólo en combinación con estos otros desarrollos. Por lo tanto, ninguna simple comparación del mercado antes y después de 1934 resulta suficiente para medir el impacto de esta norma. La aparición de los inversionistas individuales a gran escala en los mercados de valores después de la Segunda Guerra Mundial complica aun más la figura. Su aparición puede haber aumentado los «costos de agencia» y por ende reducido los retornos de los valores⁷⁷. Consecuentemente, existen impactos que producen un efecto contrario, los que comprometen los estudios temporales.

Existen otras técnicas de las ciencias sociales, sin embargo, para por lo menos inferir una comprensión del impacto de la revelación obligatoria. Cuando los científicos sociales no pueden hacer experimentos controlados, frecuentemente buscan «experimentos naturales» que puedan ser interpretados⁷⁸. Como ejemplo, en el estudio clásico sobre el impacto de la pena capital de Thorsten Sellin, en el cual compara las tasas de crímenes en estados contiguos que tuvieran o no la pena capital⁷⁹. Igualmente, nosotros podemos mirar hoy día las diferencias entre los niveles de revelación en los mercados de valores públicos sujetos a la regulación de la SEC y el nivel que prevalece dentro del único gran mercado de valores que está exento de registro – el mercado de bonos municipales.

Una evaluación completa de las prácticas y niveles de revelación de información en el mercado de bonos municipales está más allá de los alcances de este artículo. Pero, si las experiencias recientes con los ofrecimientos de bonos de la Ciudad de Nueva York en los años setentas⁸⁰ y la falla del Sistema de Electricidad Pública de Washington en los ochenta son indicativos, la información crítica no está siendo revelada a los inversionistas. La mayoría de observadores estarán de acuerdo con esta aseveración⁸¹, pero el teórico neoclásico responderá que es tan sólo necesario que poca información llegue a los inversionistas pues éstos están protegidos por las agencias clasificadoras de bonos -Moody's o Standard

⁷⁴ Ver nota la pie 36.

⁷⁵ Todos los estudios estadísticos deben enfrentar el problema de multicolinealidad. Cuando tratamos de medir la relación entre dos variables, siempre existe la posibilidad que las aparentes relaciones entre la variante dependiente y la independiente realmente sean el resultado de una variable diferente que no está siendo examinada. Entre las otras variables que pueden confundir cualquier comparación entre los retornos de los valores antes y después de la *Securities Exchange Act* de 1934 tenemos las siguientes: (1) la posibilidad de cambios en las actitudes de los inversionistas, (2) diferentes políticas de ejecución de las normas a nivel estatal, (3) la mayor renuencia de los emisores respecto a ofrecer valores ante las nuevas reglas federales anti-fraude, (4) la tendencia gradual entre inversionistas institucionales de invertir en valores representativos de capital, y (5) un incremento en la disposición de los inversionistas individuales para comprar valores confiando en la protección federal.

⁷⁶ *Ibid.*, pp. 723-733.

⁷⁷ Si la propiedad de las acciones se difundiera más después de 1934, esto aumentaría la posibilidad de un comportamiento oportunista de la administración y por lo tanto la reducción de los precios de las acciones. Esta conclusión deriva directamente de la tesis de Jensen y Meckling si uno asume que algún cambio exógeno (como la aprobación de la *Securities Exchange Act* de 1934 resulta en un accionariado más difundido con cantidades de acciones menores, ya que tales accionistas podrían incurrir en menores gastos de supervisión. Ver JENSEN y MECKLING, nota al pie 54.

⁷⁸ Para ver una discusión sobre experimentos naturales: ZIMRING, F. Y G. HAWKINS. «Deterrence: The Legal Threat in Crime Control». 1973. pp. 63-270.

⁷⁹ SELLIN, T. «The Death Penalty». 1959. Citado por F. Zimring y G. Hawkins, ver nota al pie 78, pp. 254-263.

⁸⁰ Para una exposición detallada de las fallas del mercado de bonos municipales revelado por la crisis fiscal de la Ciudad de Nueva York, ver SEC Final Report in the Matter of Transactions in the Securities of the City of New York (1979).

⁸¹ Algunos estarán en desacuerdo. El profesor Kripke ha argumentado que la baja tasa de incumplimientos en los bonos municipales causó un falso sentimiento de seguridad en los inversionistas. Ver KRIPKE, nota al pie 6, p. 129. Sin embargo, ésta parece ser una posición económicamente insostenible. La tasa de morosidad en los bonos de grandes corporaciones industriales también era baja, pero aparentemente los inversionistas aún se enfocaron en el riesgo relativo y reclamaron un retorno mayor de valores de alto riesgo. Una clasificación menor de los bonos hubiera significado un valor más bajo para los demás bonos. Si hubiesen estado informados adecuadamente quienes invirtieron en los bonos de la ciudad de Nueva York hubiesen exigido la producción de un interés mayor. Sin embargo, esta oportunidad les fue negada por la inadecuada revelación de información bajo un sistema esencialmente voluntario (aunque en principio era aplicable la regla 10b(5), una regla antifraude).

& Poor's; estas agencias procesan la información relevante, que en el caso de valores representativos de deuda consiste solamente en su nivel de riesgo, y le asignan una clasificación a cada valor.

Si uno solamente examina el mercado de valores a distancia, y desde la perspectiva de la teoría económica neoclásica, esta contestación puede ser persuasiva. Sin embargo, si uno analiza la estructura institucional más de cerca, empiezan a aparecer problemas inquietantes. Primero, en la crisis fiscal de la Ciudad de Nueva York, Moody's no redujo la clasificación de los bonos de Nueva York hasta que la crisis era universalmente reconocida⁸². Segundo, existe un conflicto de intereses al ser el emisor quien paga a las agencias clasificadoras⁸³. Tercero, las agencias clasificadoras de bonos no son investigadoras en sí mismas. En cambio, dependen de la información que el emisor les proporciona⁸⁴. Sin embargo, una investigación reciente de Arthur Young & Co., la firma auditora, sugiere que la precisión de esta información es altamente dudosa⁸⁵. En 1983, durante un sondeo que comprendía a 557 municipalidades, descubrió que el cincuenta y cuatro por ciento de ellas emitía informes financieros tan incompletos o equívocos que sus contadores independientes estaban solamente dispuestos a dar opiniones salvando su propia responsabilidad⁸⁶. En parte ello puede ser causa del estado aún rudimentario de los principios contables

aplicables a entidades gubernamentales o no lucrativas⁸⁷. El punto fundamental es, sin embargo, que si las evaluaciones se basan en información defectuosa, no protegerán a los inversionistas que quieren evitar altos riesgos: basura entra, basura sale. Esta conclusión lleva no sólo a una crítica más amplia del artículo de los profesores Easterbrook y Fischel sino también de otros artículos contenidos en este volumen⁸⁸: se ha prestado muy poca atención al contexto institucional y a información basada en observaciones que no están reflejadas en datos estadísticos sólidos.

¿Dónde estamos entonces? No obstante estas críticas, la teoría de la revelación voluntaria de información sí parece tener cierta validez al ser aplicada a ofertas públicas iniciales y, en menor medida, a todas las distribuciones primarias. Esta teoría es mucho menos persuasiva cuando se aplica al mercado secundario, el cual está principalmente regulado por la *Securities Exchange Act* de 1934. En este mercado, actualmente hay altos costos de agencia (como las altas primas de control, que promedian entre cincuenta y setenta por ciento en los últimos años, parecen mostrar), los cuales protegen un comportamiento oportunista por parte de la administración⁸⁸. La administración que se opondría a una oferta de toma de control lucrativa para los accionistas es también capaz de parcializar la información revelada para suprimir información adversa; de hecho,

⁸² Moody's Investors Services no rebajó la clasificación «A» de los bonos de la ciudad de Nueva York hasta octubre de 1975. Ver PEACOCK. «A Review of Municipal Securities and their Status Under the Federal Securities Act Amended by the Securities Act Amendments of 1975». *Bus. Law*. No. 31, 1976. pp. 2037 y 2040. n. 22. El autor concluye: «debido a la notable falta de información a disposición de los inversionistas respecto de los valores municipales, las clasificaciones sin duda han tenido un rol demasiado importante en la toma de decisiones de los inversionistas».

⁸³ Hoy en día todas las clasificadoras de bonos cobran una comisión, aunque históricamente ésta no era la costumbre. Moody's Investors Services cobra entre \$600 y \$4,000 por cada emisión, dependiendo del monto de la emisión y el trabajo de procesamiento involucrado. *Ibidem*. Ver también PETERSEN, J. «The Rating Game: Report of Twentieth Century Fund Task Force on Municipal Bond Ratings». 1974. Aunque el hecho de cobrar una comisión no implica que las clasificadoras estén parcializadas (esta presunción afectaría también a los *underwriters* y abogados, quienes reciben montos similares de sus clientes), su posición es distinta a la de un analista de valores quien espera ser compensado por el inversionista. Por ello hay una diferencia relativa en el nivel de desinterés.

⁸⁴ Las agencias clasificadoras de bonos pueden exigir información adicional, y negarse a clasificar una emisión si dicha información no es entregada, pero no se aproximan a la labor investigatoria del *underwriter* en una oferta pública. Además no están sujetas a responsabilidad por la legislación (ni por el *common law*), ni están normalmente asistidas por su propio consejo u otros expertos.

⁸⁵ Ver «Survey Finds Flaws in Financial Data of Cities, Counties». En: *Wall St. J.* 6 de octubre, 1983. p. 38. col. 3.

⁸⁶ Nota del traductor: el autor se refiere a «*qualified opinions*» es decir informes por los cuales se señala que «excepto por determinados temas, los estados financieros representan fielmente la posición financiera y resultados operativos de la empresa».

⁸⁷ *Ibidem*. Los defectos de los estados financieros se debieron típicamente a registros incompletos. Entre otras de las fallas comunes está el incumplimiento con los principios contables generalmente aceptados o el reportar otros hechos temas como procesos judiciales pendientes o mayores contingencias pensionarias.

⁸⁸ Esta diferencia también puede adscribirse a la *Securities Exchange Act* de 1934, la cual autorizó al SEC a estandarizar principios contables para los estados financieros a ser presentados.

⁸⁹ Nota del traductor: el autor se refiere al volumen 70 del *Virginia Law Review* que contiene, entre otros, el presente artículo.

⁹⁰ Un estudio realizado en 1980 encontró que la prima promedio en la ofertas públicas exitosas es de 49%. Ver BRADLEY. «Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control». *J. Bus.* No. 53, 1980. p. 345. Otros estudios han fijado una prima mayor. Ver JARRELL y BRADLEY. «The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers». *J. L. & Econ.* No. 23, 1980. pp. 371 y 373. La prima de control promedio se elevó hasta 70% antes de las normas estatales contra las tomas de control. En efecto, estos estudios miden el nivel del costo de agencia al cual un supervisor externo —el oferente hostil— intervendría, y sugieren que este nivel es bastante elevado.

suprimir la revelación de información adversa puede ser la técnica de defensa más efectiva al alcance de tal administración, ya que al dilatar la inevitable baja en el precio de las acciones, se retrasa el momento en el cual la empresa se vuelve vulnerable a una toma de control hostil. Un sistema obligatorio de revelación de información es una respuesta parcial a estos problemas porque, a la vez, subsidia los costos de búsqueda de los ofertantes (reforzando así la capacidad disciplinaria del mercado de control corporativo) y activa cierto grado de oposición por parte de los accionistas a través de enfrentamientos por medio de apoderados u otros medios⁸⁹.

III. LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN A LOS ACCIONISTAS: EL ARGUMENTO A FAVOR DE UN SISTEMA DE REVELACIÓN DE INFORMACIÓN ORIENTADO HACIA EL INVERSIONISTA EN UN MERCADO EFICIENTE

Un mercado eficiente se define frecuentemente como uno en el cual los precios de los valores tienen un impacto instantáneo en toda la información disponible al público⁹⁰. Incluso en tal mercado, se puede sostener la conveniencia de un sistema obligatorio de revelación de información que persiga principalmente proporcionar información técnica a los analistas de valores y otros profesionales del mercado sobre la base de la razonable premisa de que son éstos la fuerza motriz de la eficiencia del mercado. ¿Pero qué argumento puede esgrimirse para defender un sistema de revelación orientado al inversionista particular cuando el mercado ya ha ajustado los precios de los valores para que reflejen toda la información disponible? Si es imposible identificar valores subvaluados, ¿por qué deberían entregarse documentos a los inversionistas con este aparente propósito?

Existen dos respuestas razonables a estas preguntas. Aunque cada una involucra una modesta afirmación que no asegura que los inversionistas puedan superar al mercado, en conjunto sugieren que gran parte de la información sigue siendo

relevante para las decisiones de los inversionistas particulares.

A. La revelación como medio para una diversificación eficiente

La teoría financiera moderna divide el riesgo asociado a los valores en dos componentes: «alpha» y «beta»⁹¹. «Beta» es la medida de volatilidad de las acciones con respecto a las variaciones generales del mercado y «alpha» es la medida de factores residuales o exteriores al mercado únicos en relación con una acción particular. En un portafolio diversificado por completo, las *alpha*, por definición, se cancelan, quedando, como único problema para el inversionista que mantiene un portafolio diversificado, medir o determinar el valor *beta* de su portafolio y ajustarlo de acuerdo a sus preferencias de riesgo. Debido a que el valor *beta* de un portafolio es producto de múltiples valores, las revelaciones que cualquier emisor pueda hacer tienen una relevancia marginal para efectos de tal investigación. Es más, de acuerdo a la teoría tradicional, el movimiento histórico de precios es un mejor indicador del valor *beta* que la data de inversión básica. Como resultado, la teoría implica que el inversionista individual tiene poca necesidad de obtener la información financiera básica exigida por las normas federales del mercado de valores.

Una respuesta inicial a esta conclusión es que muchos, y probablemente la mayoría, de los inversionistas no tienen un portafolio totalmente diversificado. Por lo tanto, están interesados en los valores *beta* de valores individuales. Este argumento, sin embargo, se enfrenta a un potencial contra-argumento: ¿por qué debe la sociedad o el emisor corporativo subsidiar la irracionalidad de los inversionistas que no diversifican sus portafolios? En efecto, no es muy difícil adquirir un portafolio completamente diversificado porque los inversionistas pueden adquirir fondos basados en índices de cualquier corredor de valores. Los profesores Easterbrook y Fischel, han hecho básicamente este mismo

⁸⁹ Aunque comúnmente se sabe que las carreras para obtener representación y así conseguir mayor participación en una junta de accionistas raras veces son exitosas, un estudio empírico reciente encontró que esta es una conclusión muy amplia. Ver DODD y WARNER. «On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests». J. Fin. Econ. No. 11, 1983. p. 401. En el 58% de los casos analizados los disidentes obtuvieron por lo menos un puesto en el directorio, y normalmente el valor de las acciones de la empresa se elevó debido a la competencia por el control. Ibid., p. 409. En la medida que una revelación más completa de información permite a un insurgente decidir si se justifica el costo de llevar a cabo dicha competencia, la eficiencia económica se ve favorecida.

⁹⁰ Ver FAMA. «Efficient Capital Markets». J. Fin. No. 25, 1970. p. 383.

⁹¹ Para una descripción accesible del tema y para aprender sobre los valores *beta*, ver MALKIEL, nota la pie 10, pp. 208-232.

argumento en otros contextos⁹². Aun así hay una simple respuesta a esto: para la mayoría de inversionistas puede ser muy racional el no diversificar plenamente su portafolio de valores, porque su verdadera meta es tener una razonable diversificación en su portafolio de inversión.

La mayoría de inversionistas individuales mantiene o tiene una expectativa en una variedad de inversiones, distintas a los valores negociables, por ejemplo: bienes raíces, seguros, opciones sobre acciones, compensaciones diferidas o un negocio privado. La necesidad real de estos inversionistas es desarrollar su portafolio de valores alrededor de tales otras inversiones para producir un razonable y diversificado portafolio global de inversiones. Por ejemplo: es probable que un gerente de primer o segundo nivel tenga, o piense adquirir, un portafolio sustancial en su empresa. Añadir un portafolio diversificado de valores puro a su no-diversificada inversión en valores no va a eliminar el riesgo en el que incurre al tener una inversión significativa en su propia empresa.

Para lograr óptima diversificación de sus inversiones, este gerente debe contrapesar sus inversiones en valores con otras inversiones. Tal contrapeso requiere identificar el tipo de valores que, en conjunción con los valores que mantiene en su propia empresa, produzcan una relativa diversificación. La teoría moderna sobre portafolios de inversión señala que tales inversionistas deben buscar valores que respondan a variaciones cíclicas contrarias a las que corresponden a los valores que poseen. Balanceando sus valores con estos opuestos cíclicos, el inversionista reduce el riesgo de su portafolio en general⁹³.

La meta de la diversificación justifica revelar la información sobre el tipo de negocio a los inversionistas individuales, toda vez que en esta época de estructuras conglomeradas no resulta evidente en cuáles líneas de negocio está involucrada una corporación (o hasta qué punto). Así, aunque la búsqueda de acciones de alto *alpha* es teóricamente imposible en un mercado eficiente, mucha de la misma data sigue siendo relevante para los inversionistas que buscan minimizar la variación de la totalidad de su portafolio, mediante la adquisición de valores con variables cíclicas contrarias.

B. Evaluación del riesgo y revisión de portafolio

Una segunda justificación para requerir una revelación de información detallada para el inversionista individual está referida a la relevancia fundamental del análisis para la valorización del nivel de riesgo del portafolio. Para comenzar, saber que un valor está en su precio adecuado no le dice al inversionista si este valor tiene un riesgo que es compatible con sus preferencias individuales. Aunque esto de por sí requeriría alguna forma de individualización en el sistema de revelación, los teóricos financieros han respondido que esa diversificación debería proteger al inversionista de todos los riesgos, con excepción del riesgo sistemático o riesgo de mercado que afecta a todos los valores en general. Aunque esta afirmación es la columna vertebral de lo que se conoce como *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de Valuación de los Activos de Capital), resulta hoy cada vez más claro que los teóricos financieros no están de acuerdo en cómo medir, y menos aún en como definir, el riesgo sistemático⁹⁴. Pocos

⁹² Ver EASTERBROOK y FISCHER. «Corporate Control Transactions». Yale L. J. No. 91, 1982. pp. 698 y 713.

⁹³ Para una breve explicación de la aplicación de la covarianza a la teoría moderna del portafolio, ver MALKIEL, nota 10, pp. 193-194. Ver también BRUDNEY y CHIRELSTEIN. «Corporate Finance: Cases and Materials». 2º ed. 1979. pp. 1151-1154. El clásico ejemplo que Malkiel pone es el de una empresa de paraguas y un hotel. Estas dos empresas, que tienen la misma dispersión en sus retornos esperados, pero son opuestos cíclicos, pueden combinarse y así reducir la varianza en sus retornos esperados sin modificar el retorno esperado promedio. MALKIEL, nota al pie 10, pp. 193-194. Un argumento teórico en contra es que el inversionista individual puede hacerlo por sí mismo comprando acciones en ambas compañías, y en este sentido las combinaciones empresariales no deberían crear valor si su única virtud es reducir la varianza. Sin embargo, para refutar esto normalmente se dice que es deseable que la empresa individual reduzca la varianza de sus retornos esperados para minimizar los costos de insolvencia, ya que la insolvencia implicaría una pérdida de valor para todos los interesados.

⁹⁴ El recurrente descubrimiento de los retornos anormalmente elevados que obtienen las empresas pequeñas, incluso luego de ajustar riesgos, ha llevado a varios teóricos financieros a concluir que los modelos existentes no especifican adecuadamente el componente sistemático de riesgo. Ver SELIGMAN, nota al pie 10; «Symposium on Size and Stock Returns, and other Empirical Regularities», nota al pie 10. En consecuencia, se han propuesto modelos alternativos que no se basan en el análisis estándar y de la varianza del Modelo de Valuación de los Activos de Capital, principalmente la Teoría de la Valuación Arbitral del profesor Ross. En breve, el tema de beta (o riesgo sistemático) actualmente causa considerable vergüenza intelectual al área de la teoría financiera.

aceptan la certeza de predicciones respecto a *betas* individuales⁹⁵. Es más, aun si pudiéramos razonablemente medir el *beta* a nivel de portafolio, los inversionistas están constantemente confrontados con la necesidad de revisar sus portafolios. En estos casos tienen que calcular el impacto de un nuevo valor individual sobre el nivel *beta* total de su portafolio. Es en este contexto de revisión de portafolio que la revelación de datos financieros básicos y niveles de precios de acciones anteriores, puede ser de particular importancia para el inversionista individual. Aunque algunos teóricos financieros han argumentado que el *beta* se mide mejor a través de los precios históricos de acciones, un punto de vista contrario es que el nivel *beta* de todo un portafolio puede ser calculado mejor revisando los «fundamentos de inversión» -lo que en esencia quiere decir, los datos básicos como el balance e información de ingresos sobre los cuales el análisis de valores tradicional ha predicado tanto⁹⁶. Aunque este punto puede ser debatido con cierta amplitud, la demanda para obtener «información *beta* básica» existe ahora entre los inversionistas institucionales. Los teóricos financieros deben ser precavidos antes de rechazar, por irracional, la demanda del mercado por tal información. En todo caso, la intención de esta respuesta no es afirmar que este tema está resuelto, sino más bien sugerir que son esta clase de temas, más precisos, los que deben ser abordados nuevamente en una era «post revisionista».

En suma, al menos dos justificaciones pueden afirmarse con respecto a la revelación de los estados financieros básicos y la información de la línea de negocios al inversionista ordinario: (1) la necesidad de diversificar alrededor de activos de inversión ya existentes hace importante para el inversionista individual buscar valores contrapuestos para lograr una diversificación óptima; y (2) aun en el caso de un portafolio

diversificado, puede ser importante calcular las tasas *beta* de los valores individuales en el proceso de revisión del portafolio.

IV. CONCLUSIÓN

En su reseña crítica de los argumentos que soportan un sistema obligatorio de revelación de información, los profesores Easterbrook y Fischel consideran y rechazan un número de justificaciones basadas en la equidad; por ejemplo, confianza del inversionista, protección de los inversionistas y desincentivar el fraude. Sólo de manera tangencial, revisan las justificaciones basadas en la eficiencia, y limitan su atención mayormente a los problemas asociados con la revelación obligatoria de información exclusiva (tal como secretos industriales o comerciales y otras clases de propiedad intelectual). Este enfoque en la equidad en lugar de la eficiencia no es sorprendente, pues los proponentes de un sistema obligatorio de revelación históricamente han incidido más en aquel aspecto que en éste último.

Sin embargo, los argumentos más fuertes para sostener un sistema obligatorio de revelación de información se basan en la eficiencia. La data empírica firmemente sugiere que la adopción de un sistema obligatorio de revelación de información redujo la dispersión de precios y, en consecuencia, realzó la eficiencia distributiva en nuestro mercado de valores. Tampoco necesitamos valernos puramente de la experiencia histórica. La lógica económica también apunta a la conclusión de que habría insuficiente investigación y verificación sobre valores en caso de no existir tal sistema. En el mercado de valores computarizado del futuro, la revisión de las declaraciones corporativas por parte de un inversionista individual será la excepción, en lugar de la regla⁹⁷, y los clientes

⁹⁵ Ver; MALKIEL, nota al pie 10, pp. 218-226, para una breve descripción. Generalmente se acepta que el valor *beta* de un valor individual es inestable. También ha habido periodos recientes en los cuales, paradójicamente, los valores *beta* previos tenían una correlación negativa con el desempeño del mercado de valores. Ibidem. Para la conclusión que la situación actual de la investigación teórica sobre la definición y confiabilidad de las variables para la medición del riesgo no justifica impedir a quienes administran dinero adquirir investigaciones en esta área, ver POZEN, nota al pie 22, pp. 950-953. Siendo así, la revelación obligatoria de información relevante para esta interrogante resulta importante si deseamos que los profesionales del mercado de valores realicen al cálculo respecto de empresas más pequeñas.

⁹⁶ El creador de esta teoría de «*betas fundamentales*» es Barr Rosenberg, un profesor de Berkeley. Ver MALKIEL, nota al pie 10, pp. 223-224. Para calcular «el *beta* biónico de Barr» se deben estimar los ingresos básicos de la empresa en relación a su tamaño, posición en la industria y estructura financiera. Ver ROSENBERG y GUY. «Prediction of Beta from Investment Fundamentals». *Fin. Analysts J.*, mayo-junio de 1976. p. 60. ROSENBERG y GUY. «Prediction of Beta from Investment Fundamentals». *Fin. Analysts J.*, julio-agosto de 1976. p. 62. Concluyendo que las variables fundamentales «eran sustancialmente mejores que el *beta* histórico para la predicción, en la medida que tenían menos errores de medición».

⁹⁷ Aunque la popularidad de las computadoras personales permitirá el acceso de cada inversionista individual a la información de la *Securities Exchange Act* de 1934, inaccesible hoy en día, esta información nunca ha estado dirigida al inversionista individual. Un software más sofisticado podría permitirle al inversionista individual obtener los valores *beta* actualizados (como quiera que sean calculados) de valores individuales e incluso estimar el impacto de un valor individual sobre el nivel *beta* de todo su portafolio. Aun así, lo más probable es que esta revolución tecnológica le permitirá al corredor o a otro asesor calcular estos valores para su cliente. Entonces, el impacto de esta tecnología podría hacer que reconsideremos y redefinamos la naturaleza de los deberes fiduciarios del corredor frente a su cliente.

confiarán cada vez más en asesorías profesionales, tanto para seleccionar valores individualmente como para diversificar sus portafolios de manera eficiente. En este mundo, la colectivización de información a través de la SEC encuentra su mejor justificación en su uso como estrategia para asignar un uso más eficiente a los analistas de valores y a otros profesionales del mercado, eliminando la duplicidad y haciendo posible para ellos, marginalmente, cubrir empresas más pequeñas.

Aunque pueden hacerse revelaciones significativas en ausencia de un sistema obligatorio de revelación de información, las teorías propuestas por Jensen y Meckling, o Ross, pueden entenderse mejor como tendencias generalizadas, respecto de las cuales hay significativas excepciones. Esencialmente, ignoran que los administradores en un ambiente corporativo cada vez más caracterizado por rápidos cambios de control, que no pueden efectivamente bloquear, tienen fuertes incentivos para retener la información adversa y para realizar tomas preventivas del control de sus propias empresas, las cuales se facilitan al retener información positiva. En breve, un sistema obligatorio de revelación de información debería reducir los costos de agencia promedio del gobierno corporativo. En la medida en que esta reducción se produzca, incluso los inversionistas plenamente diversificados se benefician porque, en efecto, estamos reduciendo un elemento del riesgo sistemático que la diversificación del portafolio, por sí misma, no puede eliminar. Así, ni la teoría de agencia ni la de portafolio, si se aplican adecuadamente,

nos conducen a conclusiones inconsistentes con la posible conveniencia de un sistema obligatorio de revelación de información. En cambio, apuntan a la necesidad de reenfocar la revelación de información precisamente hacia aquellas áreas que la teoría de agencia identifica como sensibles (básicamente LBOs y defensas frente a la toma de control) y aquellas decisiones que la diversificación del portafolio no puede eliminar (léase, la elección del nivel de riesgo y la necesidad de diversificar alrededor de un portafolio de inversiones distintas a los valores).

Finalmente, aunque la semejanza al carácter de bien público de la investigación sobre valores no pueda justificar un subsidio ilimitado para estas investigaciones, aún no se ha llevado a cabo un análisis costo beneficio cuidadoso que reconozca la probabilidad de fallas en el mercado debido a las características especiales de la investigación sobre valores. Pueden existir otras alternativas para abordar este problema⁹⁸, pero con frecuencia es preferible un mal conocido que uno por conocer. Antes de que la tendencia actual hacia la desregulación vaya más allá, debe prestarse atención al impacto que ésta tiene en la asignación eficiente en el mercado; en particular, factores como la dispersión de precios y la volatilidad deben ser monitoreados de forma más cuidadosa. Aquí los intereses del público en general pueden trascender a los de los inversionistas.

En resumen, las normas federales que regulan el mercado de valores no están necesariamente averiadas, así que tengamos cuidado al pretender componerlas.

⁹⁸ Podemos imaginar otras formas de subsidiar a los profesionales del mercado de valores para que supervisen empresas que de otra manera no seguirían. Sin embargo, a diferencia de un subsidio público directo, un sistema obligatorio de revelación de información impone el costo a las empresas y accionistas, y por lo tanto tiene un menor impacto en las clases no inversionistas. Adicionalmente, un sistema obligatorio de revelación de información genera como subproducto un mecanismo por el cual el inversionista puede adquirir información sobre el nivel de riesgo de valores individuales, mientras un sistema basado solamente en los profesionales del mercado de valores tendería a no proporcionar esta información al inversionista. En el último análisis el tema de largo plazo más importante que debe afrontar la regulación del mercado de valores es si las normas deben buscar inducir la diversificación desincentivando a los inversionistas individuales de adquirir portafolios no diversificados. Aparentemente, ésta sería la consecuencia de derogar el sistema obligatorio de revelación de información de la *Securities Exchange Act*

de 1934. Pueden construirse argumentos tanto a favor como en contra de si la política pública debería inducir la diversificación de los inversionistas, pero nuestra experiencia con fondos mutuos sugiere que agregaría un segundo nivel de problemas generados por los costos de agencia a los ya existentes entre los accionistas y la administración.

a tempo *músicos*

Matrimonios
Recepciones
Almuerzos
Cocktails
Reuniones
Eventos Sociales
Aniversarios
Cumpleaños
Misas en General
Bodas de Oro y Plata
Cenas
Ceremonias
Asambleas
Celebraciones
Fiestas
Conmemoraciones
Conciertos



Rafael A. Salazar Gamarra
PRODUCTOR GENERAL



Música Clásica
Jazz
Bossanova
Mambo
Boleros
Son
Cha Cha Chá
Salsa
Merengue
Rock
Música Cubana
Música Española
Música Flamenca
Música Italiana
Música Criolla
Música Negra
Música Andina

A_tempo@terra.com
9791-2488