

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

Información en el mercado de valores y tutela del inversor*

Dr. Andrea Perrone

Catedrático de Derecho Comercial en la Università Cattolica del Sacro Cuore, sede

Piacenza, Italia.

andrea.perrone@unicatt.it

Resumen

¿Cómo prevenir o atenuar las ineficiencias informativas alojadas en el mercado de capitales y que redundan en una incorrecta formación de los precios? Concretamente, ¿cómo evitar que las empresas cotizantes en bolsa o los intermediarios bursátiles mientan u omitan entregar información relevante al mercado? ¿Qué rol desempeñan las autorregulaciones de mercado y las regulaciones estatales en este contexto? El artículo aborda estos problemas pasando revista por los diversos “remedios” propuestos al efecto – dando fundamentalmente cuenta de la abundante literatura estadounidense en lo pertinente – y pronunciándose en definitiva por una propuesta intermedia, que combina autorregulación de mercado y regulación estatal (no sin denunciar la inexistencia de “modelos perfectos”, que prescindan de la libertad del agente). En fin, se detiene especialmente en el aporte preventivo de las sanciones (civiles y penales), ofreciendo una visión desde la perspectiva de análisis costo-beneficio, propia de los modelos clásicos de la law and economics theory.

Palabras clave: Mercado de capitales, información falsa, eficiencia y asimetría informativas, sanciones, políticas legislativas y de mercado, tutela del inversionista, análisis económico del derecho.

Abstract

How to prevent or ameliorate informative inefficiencies in capital markets that result in an improper price formation? Specifically, how to avoid the possibility of public companies or stockbrokers lying or not providing relevant information to the market? What role do market self-regulation and government regulation play in this context? The article strives to answer these questions by analyzing the diverse available remedies – by reviewing the abundant specific American doctrine – and finally proposing an intermediate solution, combining market self-regulation with government regulation (by also denouncing the inexistence of “perfect models”, that ignore the agent’s liberty). The preventive contribution of (civil and criminal) sanctions is especially reviewed, offering a cost-benefit analysis, typical of classic models of law and economics theory.

Key words: Capital markets, false information, informative efficiency and asymmetry, sanctions, legislative and market policies, investor safeguards, economic analysis of law.

* El texto aquí traducido desde el italiano corresponde a la primera sección del capítulo 1° de la monografía *Informazione al mercato e tutele dell’investitore* (Giuffrè: Milán, 2003), del Prof. Dr. Andrea Perrone. Ha sido traducido por el Dr. Fernando Londoño M.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

1. Información societaria y mercado de capitales.

La experiencia y la teoría económica enseñan que el rendimiento de una inversión en el mercado de capitales – en gran parte dependiente del futuro desarrollo de la empresa financiada – presenta un margen de riesgo del que no es posible determinar *ex ante* con certeza ni el *an* ni el *quantum*. Al mismo tiempo, sin embargo, *performances* precedentes y resultados esperados permiten arribar a valoraciones razonables; es decir, la imposibilidad de un juicio cierto deja intacta la posibilidad que, sobre la base de las informaciones disponibles, el rendimiento previsto de una inversión sea mejor que el de otra.¹

El problema surge exactamente en este punto. La información relativa a la marcha precedente de la empresa y a sus perspectivas futuras no se distribuye, de hecho, en modo uniforme entre *insiders* y *outsiders*, resultando más bien asimétricamente repartida en favor de los primeros. Es decir, dicho con palabras de sentido común, en condiciones normales los *managers* y los accionistas de mayoría² conocen mejor que los inversionistas las características y los resultados esperados de la empresa.

Dicha observación – de por sí intuitiva – está cargada de consecuencias. Siguiendo un modelo económico muy conocido,³ se puede observar, en particular, que ante la imposibilidad de conocer con exactitud las características del específico instrumento financiero, un agente económico racional tenderá a disminuir la retribución – el “precio” – a la que está dispuesto a concluir la operación, en una medida correspondiente a la probabilidad de que las informaciones recibidas no sean exactas. Al no resultar posible – por igual motivo – distinguir entre los distintos emisores, tal reducción de precio está destinada a afectar a todos, de manera indiferenciada. En consecuencia, *ceteris paribus*, el precio de los instrumentos financieros de buena calidad resultaría equivalente a aquél de los *low-quality securities*, con el corolario adicional de que los emisores de los primeros, imposibilitados de recibir una retribución adecuada al producto financiero ofrecido,

¹ Por todos, EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London: 1991, pp. 279 y ss. (de la obra existe una traducción italiana, *L'Economia della società per azioni*, Milán: 1996, la que, sin embargo, no comprende los capítulos dedicados a la regulación del mercado de capitales, – salvo a modo de breve resumen); BELCREDI, Massimo, *Economia dell'informazione societaria*, Torino: 1993, pp. 16 y ss.

² La identificación tradicional del posible conflicto entre quien en la empresa asume las decisiones y todos los demás titulares de participación societaria con referencia a la relación entre accionistas y *managers* – por todos, MANNE, Henry, “Mergers and the Market for Corporate Control”, 73 *J. Pol. Econ.* (1965), pp. 110 y ss.; JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H., “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, 3 *J. Fin. Econ.* (1976), pp. 305 y ss., ambos argumentando desde el enfoque clásico de BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: 1932 – ha de considerarse hoy parcialmente superada; en efecto, recientes análisis demuestran que a nivel mundial, donde el modelo de la *public company* está menos difundido y más bien subsiste una fuerte presencia de accionistas de control, un *agency problem* se plantea sobre todo entre estos últimos y los accionistas de minoría (o los acreedores societarios): LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei, “Corporate Ownership Around the World”, 54 *J. Fin.* (1999), pp. 471 y ss.

³ AKERLOF, George A., “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, 84 *Q. J. Econ.* (1970), pp. 488 y ss.; para una ilustración en italiano ONADO, Marco, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bolonia: Il Mulino, 2000, pp. 209 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

resultarían incentivados a abandonar el mercado. Para aludir a ello, los economista utilizan la expresión “selección adversa” (*adverse selection*). En un equilibrio semejante, por lo tanto, tienden a dominar instrumentos financieros de mala calidad y en el tiempo – dado que el problema de la imposibilidad de distinguir entre los distintos *securities* se replantea también respecto a estos últimos – el mercado mismo está destinado a desaparecer.⁴

En realidad, de por si, la presencia de asimetrías informativas no impone necesariamente la intervención correctora del derecho, resultando auspiciables no pocos remedios que se basan en dinámicas de mercado,⁵ según se verá más adelante. Con todo, para cada legislador histórico del mercado financiero el problema es real;⁶ es decir, en todos los ordenamientos vigentes es posible encontrar una regulación de la información, ya bajo la forma de imposición de obligaciones específicas de comunicación al público, ya bajo la forma de sanciones por la falsedad u omisión de información.

2. La hipótesis de la eficiencia informativa del mercado de capitales: a) modelos tradicionales y estudios de economía del comportamiento; b) la noción dinámica de eficiencia informativa; c) la efficient capital market hypothesis como instrumento de heurística para el jurista.

La presencia de asimetrías informativas plantea entonces un problema crucial para el desarrollo del mercado de capitales, pero deja todavía incompleta la ubicación del problema. Existe, de hecho, una característica ulterior y peculiar de los *capital markets* que es preciso considerar y cuyos contornos se pueden sintetizar, para una primera aproximación, con una fórmula familiar a los economistas, aunque menos conocida para los cultores del derecho: el volumen y la concentración de los intercambios, conjuntamente con la participación de sujetos altamente calificados y en condiciones de explotar economías de escala, le permiten al mercado financiero expresar precios que tienden a reflejar completamente todas las informaciones disponibles.

⁴ Formulado con referencia al mercado de los automóviles usados, el modelo de Akerlof es adaptado al mercado financiero por MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, 13 *J. Fin. Econ.* (1984), pp. 187 y ss.; para replanteamientos más recientes, TALLEY, Eric L., “Disclosure Norms”, 149 *U. Pa. L. Rev.* (2001), pp. 1995 y ss.; BLACK, Bernard S., “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, 48 *UCLA L. Rev.* (2001), p. 786; EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 280, en donde adicionalmente se destaca que un problema de *adverse selection* se plantea con particular gravedad en el caso de empresas de pequeñas dimensiones o que acceden por primera vez al mercado; en la literatura europea, ASSMANN, Heinz-Dieter, *Prospekthaftung*, Köln-Berlin-Bonn-München: 1985, pp. 273 ss., espec., p. 282 (para una breve síntesis en italiano, Id., *La responsabilità da prospetto tra normatività azionaria e disciplina dei mercati mobiliari*, en ABBADESSA, Pietro; ROJO, Ángel, (Coords.), *Il diritto delle società per azioni: problema, esperienze, progetti*, Milán: 1993, pp. 656 y ss.) y, aunque en una perspectiva diversa, relativa a la relación entre prestador del servicio de inversión y cliente, BRANDT, Marcus, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage*, Baden-Baden: 2002, pp. 46 y ss., espec. pp. 51 y ss.; al respecto, una mención también en ANGELICI, Carlo, *Diritto comérciale*, Bari-Roma: 2002, p. 129.

⁵ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit., nota n° 1, p. 280.

⁶ GRUNDFEST, Joseph, “Securities Regulation”, en: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Londres: 1998, III, pp. 410 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

Para introducirse al tema, considérese, por ejemplo, la hipótesis de un inversionista que haya desarrollado específicas investigaciones con respecto a la potencia económico-lucrativa del sector de las *utilities* y que, en consecuencia, decida adquirir acciones de una sociedad que cotiza en bolsa, especializada en la producción de energía eléctrica “limpia”. Si los respectivos volúmenes son suficientemente elevados, la experiencia demuestra cómo el precio de las acciones comienza a subir, hasta colocarse rápidamente en un nuevo punto de equilibrio, coherente con la perspectiva de rendimiento revelada a partir de la información que se halla en el origen de la decisión de inversión. Los economistas identifican la capacidad de los precios para reflejar las informaciones disponibles, con la expresión “eficiencia informativa del mercado” y consideran – aun si el tema permanece en discusión – que tal característica es predicable del mercado financiero. A este propósito, se habla de *efficient capital market hypothesis*.

La argumentación en lo pertinente es más bien compleja, de manera que, por razones de claridad, conviene antes que nada delimitar el campo con exactitud. En primer lugar, la hipótesis de la eficiencia informativa del mercado de capitales debe diferenciarse de la eficiencia informativa que concurre allí donde se verifican las condiciones necesarias para un mercado de competencia perfecta (allí donde las informaciones se hallan disponibles para todos los participantes del mercado, inmediatamente y sin costos); pues una formulación similar haría de la hipótesis de la eficiencia informativa del mercado algo del todo banal, mientras que, por el contrario, su especificidad consiste en la afirmación de que, incluso cuando en concreto no concurren las señaladas condiciones, el mercado se comporta *como* si éstas concurriesen.⁷ Tampoco la *efficient capital market hypothesis* significa, simplemente, que en presencia de una nueva información conocida, el mercado pasa de un precedente a un sucesivo equilibrio de precio; sino que más bien, constituye una afirmación crucial del modelo aquí examinado el que tal pasaje acontezca rápidamente, si no ya de modo instantáneo.⁸ Finalmente, la eficiencia informativa debe diferenciarse de la eficiencia “fundamental” (o “valorativa”) y de aquella “distributiva” [ndt: “allocativa”, en el original], tratándose éstas de nociones que se asocian a perspectivas diferentes. En efecto, mientras la forma de eficiencia que nos ocupa consiste en la capacidad de los precios para reflejar las informaciones disponibles (verdaderas o falsas que sean); la segunda forma de eficiencia mencionada consiste en la idoneidad de los precios para incorporar el “valor intrínseco” del específico instrumento financiero;⁹ asociándose la tercera forma de eficiencia a la óptima distribución de los recursos.¹⁰

⁷ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanism of Market Efficiency”, 70 *Va. L. Rev.* (1984), p. 552.

⁸ ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, cit. nota n° 3, p. 364.

⁹ Para una discusión clara del punto y de sus posibles implicaciones, AYRES, Ian, “Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market”, 77 *Va. L. Rev.* (1991), p. 965; ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, cit. nota n° 3, pp. 360 y ss. Por lo demás, la distinción deja abierto el problema de la eventual coincidencia entre eficiencia fundamental y eficiencia informativa; esto es, en el sentido que el consenso del mercado respecto al precio de un instrumento financiero es la mejor medida posible de su “valor intrínseco”, KRAAKMAN, Reinier H., “Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive”, 88 *Colum. L. Rev.* (1988), pp. 898 y ss.; y FISCHER, Daniel R., “Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory”, 74 *Cornell L. Rev.* (1988), p. 914; reputa en cambio que los precios de mercado no reflejan los *fundamentales económicos* del valor, sino

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

Fijada de esta forma en sus precisos términos, el problema a afrontar es entonces si la *efficient capital market hypothesis* encuentra comprobación efectiva en la realidad y si, por tanto, puede ser asumida como elemento de referencia para el desarrollo del análisis más propiamente jurídico, en conformidad a la autorizada opinión según la cual la hipótesis de la eficiencia del mercado de capitales “es hoy el contexto al interior del cual se desarrolla el debate serio sobre la regulación de los mercados financieros”.¹¹ Sobre este punto – como ha sido ya mencionado – las discusiones no faltan. Por un lado, es muy compacta la alineación de todos aquellos que no dudan en afirmar que “no existe otra proposición en economía que presente más verificaciones empíricas a su favor que la hipótesis de la eficiencia informativa de los mercados”;¹² por otra lado, desarrollando una idea que se remonta a John M. Keynes¹³, estudios recientes de “economía del comportamiento” ponen en relieve el relevante rol desempeñado en el mercado de capitales por aquello que los economistas llaman “ruido”: un conjunto de factores que influyen el precio, sin estar vinculados a expectativas racionales sobre el valor del instrumento financiero negociado¹⁴ (por ejemplo:

exclusivamente la distribución de la riqueza entre los participantes en el mercado, STOUT, Lynn A., “The Unimportance to be Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation”, 87 *Mich. L. Rev.* (1988), pp. 613 y ss.

¹⁰ En nuestra literatura jurídica la distinción del texto se lee también en ROSSI, Guido, *La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari*, Milán: 1986, p. 19 y, siguiendo su línea, en SEMINARA, Sergio, *Insider trading e diritto penale*, Milán: 1989, pp. 45 y ss., aun si con la particular perspectiva conforme a la cual la eficiencia informativa – entendida como adecuación del flujo de información – constituye el presupuesto para la eficiencia distributiva del mercado.

¹¹ GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n° 7, p. 550.

¹² La cita – clásica – se ha tomado de JENSEN, Michael C. “Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency”, 6 *J. Fin. Econ.* (1978), p. 95. El estudio en el que tradicionalmente se identifica la formulación de la *efficient capital markets hypothesis* es FAMA, Eugene F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, 25 *J. Fin.* (1970), pp. 383 y ss., a quien se debe la conocida distinción (correctamente recogida en la manualística: por todos ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, cit. nota n° 3, pp. 363 y ss.) entre las tres posibles formas de eficiencia informativa de los mercados: a) *débil*, cuando el precio de un instrumento financiero refleja todas las informaciones incorporadas en el precio precedente, b) *semi-fuerte*, cuando el precio refleja todas las informaciones públicamente disponibles; c) *fuerte*, cuando el precio refleja todas las informaciones disponibles, incluidas aquellas no accesibles públicamente. Una exposición formal del modelo se halla sin embargo ya en SAMUELSON, Paul A., “Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”, 6 *Indus. Mgmt. Rev.* (1965), pp. 41 y ss. (para una reconstrucción histórica sobre la literatura relativa a la *efficient capital markets hypothesis*, LEROY, Stephen F., “Efficient Capital Markets and Martingales”, 27 *J. Econ. Literature* (1989), pp. 1583 y ss.); un examen más reciente de los estudios econométricos en la materia, se puede leer en FAMA, Eugene F., “Efficient Capital Markets: II”, 46 *J. Fin.* (1991), pp. 1575 y ss. En la literatura jurídica, *ex multis*, FISCHER, “Efficient Capital Markets”, cit. nota n° 9, pp. 912 ss.; MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P., “Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory”, 42 *Stan. L. Rev.* (1990), p. 1082.

¹³ KEYNES, John M., *Occupazione, interesse e moneta*, trad. it., Turín: 1959, pp. 129 y ss.; sobre la influencia de Keynes en la moderna “teoría del ruido” (*noise theory*), PIRON, Robert, “Correspondence: Keynes as Noise Trader”, *J. Econ. Persp.* (1991), p. 215.

¹⁴ Por todos, SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H., “The Noise Trader Approach to Finance”, *J. Econ. Persp.* (1990), pp. 19 y ss.; HONG, Harrison; STEIN, Jeremy C., “A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets”, 54 *J. Fin.* (1999), p. 2143 y ss.; en la literatura jurídica, para una ilustración LANGEVOORT, Donald C., “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited”, 140 *U. Pa. L. Rev.* (1992), pp. 857 y ss., y, más de reciente, Id., “Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation”, 97 *Nw. U. L. Rev.* (2002), pp. 139 y ss., a la que cabe agregar CUNNINGHAM, Lawrence A., “Behavioral Finance

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

una excesiva confianza en las propias capacidades por parte de un inversionista;¹⁵ o “modas” relativas a la tipología de inversiones a asumir),¹⁶ de cuya presencia parecen ofrecer una confirmación las “burbujas especulativas” que periódicamente connotan el curso del mercado bursátil.

Como es siempre el caso en estas situaciones, deberían resultar decisivas las investigaciones “en terreno”. Sin embargo, desafortunadamente faltan en nuestro caso estudios empíricos que permitan resolver el dilema de manera definitiva;¹⁷ de modo que el problema – con todas sus implicancias para el análisis jurídico – parecería destinado a permanecer irresoluto. Sin embargo parece posible observar que, probablemente, la alternativa radical en torno a la que se articula el debate resulta mal planteada. En efecto, en lugar de interrogarse por la presencia de la *efficient capital market hypothesis* en el mundo real, inténtese observar el problema desde el ángulo visual de los factores que pueden explicar el fenómeno de la eficiencia informativa del mercado. En esta perspectiva, la *market efficiency* resulta depender a) del tipo de información disponible (y del relativo costo de obtención, elaboración y verificación), así como b) de las características de los inversionistas que participan en el mercado.¹⁸ Más precisamente, cuanto más públicamente disponibles estén las informaciones – y, por tanto, resulten poco costosas – y cuanto más estén presentes en el mercado inversionistas profesionales en condiciones de elaborarlas y verificarlas de manera eficiente (el ejemplo más pertinente es el de un mercado regulado, en el que los valores cotizados sean objeto de intensa negociación), tanto más los precios tenderán a reflejar completamente todas las informaciones accesibles. Por el contrario,

and Investor Governance”, 59 *Wash. & Lee L. Rev.* (2002), p. 774 y ss.; sobre el punto, más en general, cfr. también GRETHER, David M., SCHWARTZ, Alan; WILDE, Louis, “The Irrelevance of Information Overload: An Analysis of Search and Disclosure”, 59 *S. Cal. L. Rev.* (1986), pp. 277 y ss. y la aguda réplica, con referencia específica al mercado financiero, de ROMANO, Roberta, “A Comment on Information Overload, Cognitive Illusions, and Their Implications for Public Policy”, 59 *S. Cal. L. Rev.* (1986), pp. 313 y ss., espec. pp. 324 y ss. En nuestra doctrina, SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit. nota n° 10, pp. 54 ss, y, aunque sobreponiendo el espacio de la eficiencia informativo al de la eficiencia fundamental, GLIOZZI, Ettore, “Società per azioni e mercati finanziari”, *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.* (1999), pp. 762 y ss., al que puede agregarse ROSSI, Guido, “I mercati dell’investimento fra diritto ed economia”, *Riv. Soc.* (1991), p. 967. Existen además autores que van incluso más allá, negando la idoneidad, tanto de la *efficient capital markets hypothesis* como de la *noise theory*, para considerar de manera adecuada la heterogeneidad de las percepciones de los inversionistas y las consecuentes fuerzas estructurales de las que derivan marcados períodos de ineficiencia de los mercados: CUNNINGHAM, Lawrence A., “Capital Markets, Mandatory Disclosure, and Price Discovery”, 51 *Wash. & Lee L. Rev.* (1994), pp. 843 y ss.; Id., “From Random Walks to Chaotic Crashes: the Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis”, 62 *Geo. Wash. L. Rev.* (1994), pp. 546 y ss.

¹⁵ DANIEL, Kent; HIRSCHLEIFER, David; SUBRAHMANYAM, Avandhar, “Investor Psychology and Security Markets Under- and Overreactions”, *J. Fin.* (1998), pp. 1389 y ss.

¹⁶ KAHAN, Marcel; KLAUSNER, Michael D., “Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases”, 74 *Wash. U. L. Q.* (1996), pp. 355 y ss.

¹⁷ Referencias en LANGEVOORT, Donald C., *Theories, Assumptions, and Securities Regulation*, New York: 2001, pp. 37 y ss. Por otra parte no debe ignorarse la – frecuentemente no declarada – dimensión política del derecho que ofrece el debate, considerando que, por regla general, el sostén de la *efficient capital markets hypothesis* va acompañada de decisiones de *policy* marcadamente liberales: sobre el punto, con particular claridad, LANGEVOORT, *op. cit.*, pp. 918 y ss.

¹⁸ El estudio fundamental en la materia es GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n°7, pp. 554 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

cuanto más la información resulte de difícil – y, por tanto, de costoso – alcance, y cuanto más se hallen presentes inversionistas carentes de una profesionalidad específica (piénsese en el caso de negociaciones privadas entre pequeños ahorrantes, relativas a cuotas de fondos comunes inmobiliarios), tanto menos el mercado presentará eficiencia informativa.¹⁹ La noción de eficiencia, por lo tanto, se configura como relativa y variable: a lo largo de un *continuum* que tiene como extremos, por un lado, la completa eficiencia del mercado y, por el otro, una significativa imperfección en la capacidad de los precios para reflejar todas las informaciones disponibles, con frecuencia provocada por factores de “ruido”.²⁰

Como es fácil comprender, una vez que el problema se plantea de este modo, la respuesta sobre la veracidad de la *efficient capital market hypothesis* resulta dependiente de las características del específico mercado y, entonces, destinada a variar caso a caso. Al mismo tiempo, los rasgos que caracterizan a los mercados regulados en los que usualmente se transan los instrumentos financieros – la presencia normal de los inversionistas profesionales y las economías de escala de las que éstos pueden gozar en la gestión del costo de la información – permiten afirmar que en tales contextos la realidad tiende a acercarse al modelo presentado por la hipótesis de la eficiencia informativa del mercado de capitales.²¹ Desde este ángulo visual y despojada de las formas geométricas propugnadas por cierta *law and economics*, la *efficient capital market hypothesis* aparece como un

¹⁹ Para un examen muy equilibrado de las condiciones necesarias para la subsistencia de la eficiencia informativa, CARNEY, William J., “The Limits of The Fraud on the Market Doctrine”, 44 *Bus. Law.* (1989), pp. 1280 y ss.; un análisis empírico de la más reducida eficiencia que puede hallarse en el caso de instrumentos financieros relativos a pequeños emisores se lee en HONG, Harrison; LIM, Terence; STEIN, Jeremy C., “Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage and the Profitability of the Momentum Strategy”, 55 *J. Fin.* (2000), p. 265.

²⁰ GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n° 7, pp. 587 y ss. y 609 y ss., donde se halla la observación adicional sobre la correspondencia entre este *continuum* y las tres formas de eficiencia informativa prospectadas por FAMA, “Efficient Capital Markets”, cit. nota n° 12; una rápida mención en este sentido se encuentra también en ANGELICI, Carlo, “Le basi contrattuali della società per azioni”, en vías de publicación en: *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G.E.; PORTALE, G.B., (Eds.), I, 1, Turín: 2003, par. 2. La explicación ofrecida en el texto permite, además, resolver la “paradoja de la eficiencia” formulada por GROSSMAN, Sangord J., STIGLITZ, Joseph E., “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, 70 *Am. Econ. Rev.* (1980), pp. 393 y ss. (en nuestra literatura cfr. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit. nota n° 10, p. 51; una mención también se encuentra en VESPERINI, Giulio, *La Consob e l’informazione del mercato mobiliare*, Padua: 1993, p. 121), para indicar el conflicto fundamental entre la necesidad de los inversionistas profesionales de obtener un rendimiento de sus inversiones a partir del examen de las informaciones relativas a los diversos instrumentos financieros, y la imposibilidad de semejante *return* en la hipótesis de mercado perfectamente eficientes; en efecto, si de verdad los precios reflejaran todas las informaciones disponibles, no existiría, de hecho, conveniencia económica alguna en la recolección y verificación de la información, de manera que tal actividad estaría destinada a ser abandonada y el mercado volvería, por tanto, a ser ineficiente. En la medida que se plantee una noción relativa y dinámica de eficiencia, la paradoja está sin embargo destinada a desaparecer, pudiéndose sostener sin dificultades la hipótesis de un pasaje desde una situación “menos eficiente” a una “más eficiente”; para una discusión más detallada sobre el punto, GILSON/KRAAKMAN, *op. cit.*, p. 622 y ss.

²¹ Para un significativo reconocimiento en el contexto de un *casebook* de cargo de autores tendencialmente antagonistas al *efficient capital markets hypothesis*, COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.; *Securities Regulation*, New York: Aspen Publishers, 2006, p. 31.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

potente “instrumento de heurística”²² puesto también a disposición del jurista: aun con las inevitables aproximaciones o imprecisiones y considerada la necesidad de un uso inteligente, la percepción de la rápida incorporación en el precio de las informaciones disponibles, permite un planteamiento de los problemas adecuado a las características del fenómeno de que se trata, librando al análisis de enfoques teóricos modelados sobre la base de relaciones de intercambio individual y no habituados a colocar el problema en el contexto propio del mercado regulado de capitales.

3. El problema de la información societaria en la normativa del mercado financiero: asimetrías informativas, selección adversa y la necesidad de instrumentos jurídicos para la tutela de una correcta formación de los precios.

Sobre la base de estas consideraciones, el problema originado por la presencia de asimetrías informativas puede ser formulado de manera completa. En una medida más o menos relevante, todos los inversionistas se ven obligados a enfrentar un problema de distribución asimétrica de la información. Contemporáneamente, la relativa eficiencia del mercado de capitales permite afirmar que, en presencia de volúmenes adecuados, la superación de la asimetría por parte de un participante resulta – por decirlo de algún modo – en provecho de todos, desde el momento que determina un precio capaz de reflejar las informaciones precedentemente ignoradas.

El problema con el que el ordenamiento resulta llamado a confrontarse aparece, a esta altura, claro. La tarea de la intervención normativa no consiste en asegurar a cada inversionista el acceso a la información que necesita; sino que más bien resulta fundamental identificar instrumentos que, al permitir la superación de las asimetrías informativas – sobre todo en favor de quienes están en condiciones de asumir los costos necesarios para la obtención, elaboración y verificación de los datos disponibles –, permitan una correcta formación de los precios. En otras palabras – y a modo de primera aproximación – se trata de salir de la lógica tradicional de la obligación de información, propia de la relación bilateral, para ingresar en una perspectiva de solución que considere la dimensión “pública” de la información ofrecida al mercado.²³

²² LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation*, cit. nota n° 17, p. 913; la afirmación no parece anulada por evidencias empíricas obtenibles a partir del reciente “caso Enron”, que parecen más bien demostrar la imposibilidad para el mercado de señalar comportamientos fraudulentos idóneos para influenciar sensiblemente el precio de un instrumento financiero: para una primera discusión, con diversidad de posición, GORDON, Jeffrey, “What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections”, 69 *U. Chi. L. Rev.* (2002), pp. 1235 y ss.; MACEY, Jonathan R., “Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron”, ponencia presentada en el Congreso *Disclosure of Information to Shareholders and Investors in a Post-Enron World*, Milán: 21 de junio de 2002, pp. 31 y ss. del dactilo-escrito consultado gracias a la gentileza del autor.

²³ En el mismo sentido, ya ANGELICI, Carlo, “Note in tema di informazione societaria”, en: A.A.V.V., *La riforma delle società quotate*, Milán: 1998, p. 251; con específica referencia a la experiencia estadounidense, cfr. también CERRAI, Alessandro; MAZZONI, Alberto, “La tutela del socio e delle minoranze”, *Riv. Soc.* (1993), pp. 17 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

En la percepción de semejante perspectiva – lo que puede observarse *per incidens* – el derecho italiano parece permanecer a mitad del vado. En realidad, no faltan las normas que demuestran con claridad la conciencia del legislador respecto a los objetivos de la normativa del mercado financiero²⁴. A este respecto, basta la referencia al art. 91 t.u.f.²⁵ (que obliga a la Consob²⁶ a ejercer los propios poderes “en atención a la eficiencia ... del mercado financiero”), a los arts. 114 inc. 1° y 116 inc. 1° t.u.f. (en los que se prevé un deber de cargo de los emisores de instrumentos financieros cotizados en bolsa, de informar al mercado respecto a los “hechos ... *idóneos para influenciar sensiblemente el precio* de los instrumentos financieros, en caso de ser conocidos públicamente”) y al nuevo texto del art. 2637 del Código Civil (“el que difunde *noticias falsas ... concretamente idónea[s] para provocar una sensible alteración del precio* de instrumentos financieros ... es castigado con la pena de reclusión”). En todo caso, el camino a realizar resulta todavía largo; en efecto, que la norma sobre el prospecto imponga la comunicación de las informaciones “necesarias para que los inversionistas puedan arribar a un *juicio fundado* sobre la situación patrimonial, económica y financiera e sobre la evolución de la actividad del emisor, así como sobre los productos financieros y sus derechos asociados” (art. 94 inc. 2° t.u.f.),²⁷ demuestra, dentro del significativo margen de ambigüedad de la que aparece connotada, hasta qué punto están todavía muy presentes las influencias de enfoques que ya no resultan actuales.

4. La obligación legal de información y sus posibles límites.

En el intento de ofrecer soluciones al problema así delineado, el instrumento que el examen comparado de los ordenamientos jurídicos demuestra como el más tradicional, está constituido por la obligación de información – conformado, por lo que se refiere al contenido, por el legislador – puesta a cargo del emisor en beneficio del público. “La luz del sol puede considerarse el mejor desinfectante; la luz eléctrica el policía más eficiente”.²⁸ el famoso aforismo de Louis Brandeis no sólo expresa en modo sintético la *disclosure philosophy* subyacente a las reglas introducidas por el derecho federal estadounidense desde los años '30,²⁹ sino que también, más en general, constituye la

²⁴ En el sentido que “entre las finalidades de la nueva ley (que ella declara perseguir) se halla la de reforzar la “eficiencia” del mercado financiero”, ANGELICI, “Note in tema di informazione societaria”, cit. nota n° 23, pp. 250 y ss.

²⁵ Ndt: el t.u.f. es el acrónimo que designa al “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, que corresponde al principal cuerpo normativo de rango legal relativo al Mercado de Valores en Italia.

²⁶ Ndt: se trata del acrónimo que designa a la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, autoridad administrativa independiente que tiene a su cargo la supervigilancia del mercado de valores.

²⁷ En términos análogos cfr. también el art. 5 inc. 1° del Proyecto de directiva europea sobre el prospecto COM (2001) 280, con referencia a las “informaciones necesarias para que los inversionistas puedan valorar con conocimiento de causa la situación patrimonial y financiera, los resultados económicos y las perspectivas del emisor, así como los derechos conexos a los valores mobiliarios” ofrecidos.

²⁸ BRANDEIS, Louis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, New York: 1914, p. 92.

²⁹ Por todos, SELIGMAN, Joel, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Boston: 1982, pp. 39 y ss., y LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel, *Securities Regulation*, I, New York: Aspen Publishers, 1998, pp. 169 y ss., en el que además se halla un balance de la prevalencia de la *disclosure philosophy* por sobre el enfoque dirigida al control de “mérito”

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

premisa desde la que arrancan las previsiones del derecho europeo, sobre todo de matriz comunitaria, en materia de obligación para el emisor de redactar un prospecto informativo con ocasión de la solicitud de inversión y de proceder sucesivamente a la periódica o, si es del caso, extraordinaria, información al público con respecto a los hechos relevantes para la decisión de inversión.

Es útil clarificar desde ahora que el intento propio del legislador histórico en la *Securities Act* (en adelante, SA) de 1933 y en la *Securities Exchange Act* (en adelante, SEA) de 1934³⁰ – es decir, permitir al pequeño inversionista, mediante la *mandatory disclosure*, identificar e invertir en instrumentos financieros de alta calidad y a bajo riesgo – desde una percepción moderna resulta corresponder a una perspectiva ya sustancialmente superada. Incluso con prescindencia de consideraciones sobre la posible “racionalidad limitada” de los agentes económicos,³¹ es, de hecho, intuitivo que los inversionistas no sofisticados difícilmente comprenden (o leen) la información ofrecida al mercado por los emisores,³² siendo por otra parte la obtención, análisis y verificación de las informaciones una actividad compleja y, por tanto, costosa.³³ Así las cosas, los efectivos beneficiarios de las informaciones difundidas en el mercado por los emisores son, por lo tanto, solamente los inversionistas

sobre la calidad de la inversión solicitada, propia ya de las leyes estatales que persiguen la prevención de los fraudes en el mercado (denominadas *blue sky laws*) y hoy ya definitivamente abandonada (en nuestra literatura, recientemente, COMPORI, C., “La sollecitazione all’investimento”, en PATRONI GRIFFI, Antonio; SANDULLI, Michele, SANTORO, Vittorio, (Coords.), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Turín: 1999, pp. 532 y ss.

³⁰ WHEAT, Francis M., “The Philosophy and Policies of the SEC’s Disclosure Policy Study”, 1 *Sec. Reg. Inst.* (1970), pp. 4 y ss., espec. p. 7.

³¹ Sobre el punto, CARNEY, William J., “Defining a Security: the Addition of a Market-Oriented Contextual Approach to Investment Contract Analysis”, 33 *Emory L. J.* (1984), pp. 343 y ss.; en la doctrina italiana, para una ilustración general sobre la noción de racionalidad limitada DENOZZA, Francesco, *Norme efficienti*, Milán: Giuffrè, 2002, pp. 39 y ss.

³² KRIPKE, Homer, “The Myth of the Informed Layman”, 28 *Bus. Law.* (1973), pp. 633; más de reciente KITCH, Edmund W., “Proposals for Reform of Securities Regulation: An Overview”, 41 *Va. J. Int’l L.* (2001), pp. 649 y ss. Sin embargo, debe hacerse presente que normalmente la regulación de tipo reglamentaria impone una formulación *user friendly* del prospecto, para la claridad de la exposición y facilidad de lenguaje: por ej., en los Estados Unidos *Item 501(c) Regulation S-K* y *Rule 421(d)*, sobre la que puede consultarse COX/HILLMAN/LANGEVOORT, *Securities Regulation*, cit. nota n° 21, p. 237, y TONELLO, Matteo, “La semplificazione del linguaggio nella redazione dei prospetti informativi: la riforma del Plain English della U.S. Securities and Exchange Commission”, *Contr. impr.* (2000), pp. 176 y ss.

³³ Al ya recordado estudio de GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n° 7, pp. 592 y ss., agréguese GORDON, Jeffrey N., KORNHAUSER, Lewis A., “Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research”, 60 *N.Y.U. L. Rev.* (1985), pp. 761 y ss. En la doctrina italiana, una mención en tal sentido se lee en ANNUNZIATA, Filippo, *La disciplina del mercato mobiliare*, Turín: G. Giappichelli Editore srl, 2001, p. 294; más analíticamente SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit. nota n° 10, p. 81, quien observa que “la idea según la cual la legislación en materia de valores ha sido predispuesta en favor del pequeño inversionista puede representar un auspicio apreciable, pero corre el riesgo de asumir un valor altamente demagógico y, quizás, engañoso, allí donde sea difundida con el objeto de convencer al público sobre la integridad del mercado y la posibilidad de realizar valoraciones autónomas”; para una significativa mención respecto a la “incapacidad del ahorrante medio para valorar y comprender a fondo el significado de las informaciones contenidas en un prospecto o en otros documentos societarios sofisticados, incluidos los balance”, cfr. ROSSI, Guido, “L’informazione societaria al bivio”, *Riv. Soc.* (1986), p. 1084; sobre el punto, cfr. también CERRAI/MAZZONI, “La tutela del socio e delle minoranze”, cit. nota n° 23, pp. 17 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

que respecto a tal actividad gozan de una ventaja competitiva (es decir, que pueden conseguir un provecho superior al costo). Por el contrario, para cualquier otro inversionista resulta más económico negociar sobre la base del precio de mercado, el que, como se ha visto recién, tiende a reflejar todas las informaciones públicamente disponibles.³⁴ Soslayadas por la enfática afirmación del art. 94 inc. 2° t.u.f. sobre la necesidad de que el prospecto permita a los inversionistas un “juicio fundado”,³⁵ tales consideraciones no parecen, en cambio, para nada extrañas a otras secciones de la normativa vigente en Italia: si, por una parte, el art. 1 inc. 6 f) t.u.f. prevé el desarrollo de actividades de asesoría “en materia de inversiones en instrumentos financieros” por parte de intermediarios específicamente autorizados (asumiendo de esta forma la posibilidad de que un inversionista pueda no estar en condiciones de decidir de manera fundada, no obstante haya recibido toda la información necesaria), por otra parte, el art. 13 del Reglamento de los Emisores, adoptado por la Consob mediante resolución n. 11729 del 14 de mayo de 1999 y sus modificaciones sucesivas (de ahora en adelante, “Reglamento Emisores”), explícitamente dispone que el prospecto informativo sea entregado sólo “a quien lo solicite”.

Si, por lo tanto, el enfoque tradicional³⁶ aparece, en su conjunto, poco correspondiente con el dato real, la función de la obligación legal de información se capta de manera mucho más adecuada cuando se la reconsidera en la perspectiva de la correcta formación de los precios. En realidad, la conciencia del rol decisivo desempeñado por la *mandatory disclosure* en la persecución del interés público en el *fair pricing* de los instrumentos financieros cotizados en bolsa, es hoy difundida y puede incluso, aun en la diversidad de los modelos teóricos, considerarse una nota dominante del reciente debate científico.

Según el planteamiento más elemental, la obligación legal de comunicación al público permite derribar los costos de investigación y de elaboración de las informaciones respecto a los participantes en el mercado que tienen una ventaja competitiva en el análisis de las informaciones (los inversionistas institucionales y los intermediarios), posibilitando con ello alcanzar, con un menor desembolso de recursos, una situación de eficiencia

³⁴ La compacta argumentación de EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 297 y ss., y de CARNEY, “Defining a Security”, cit. nota n° 31, p. 388, es más persuasivamente desarrollada por GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit., nota n° 7, pp. 572 y ss.; en el mismo sentido, STEINHAUSER, Hugo, *Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität*, Baden-Baden: 1999, p. 240.

³⁵ Reputa que la fórmula adoptada por el legislador, “leída en el contexto general de la disposición” debe ser referida sólo al “inversionista provisto de los instrumentos adecuados en modo de poder adoptar por sí solo meditadas decisiones de inversión”, JANNARELLI, A., *sub art. 94*, en: ALPA, Guido; CAPRIGLIONE, Francesco, (Coords.), *Comentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, II, Padua: Cedam, 1998, p. 902; en el sentido, en cambio, que a la luz de la disposición el prospecto debe ofrecer un contenido accesible «también para el inversionista “desinformado”», ANNUNZIATA, Filippo, *sub art. 91*, en: MARCHETTI, Piergaetano; BIANCHI, Luigi, (Coords.), *La disciplina delle società quotate*, I, Milán: Ed. Giuffrè, 1999, p. 93.

³⁶ Ndt.: la idea de la *mandatory disclosure* como medida directamente en beneficio de los pequeños inversionistas.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

informativa de la que todos se benefician.³⁷ Otros, en cambio, argumentan desde la premisa que las informaciones son, en términos económicos, un “bien público” (*public good*), del que todos pueden gozar aun sin asumir el costo (el denominado *free riding*), desde el momento que la exclusión de quien puede hacer uso de ella resultaría demasiado costosa y el relativo consumo por parte de un sujeto no disminuiría su disponibilidad a favor de otros.³⁸ En tales condiciones, la posibilidad de *free riding* impide una adecuada remuneración de la inversión que tenga como objeto tales bienes, con la consecuencia que los *public goods* – las informaciones, en la especie – tienden a ser suministrados en cantidad inferior al nivel óptimo, determinando así una imperfección del mercado que la intervención pública permite corregir a través de la imposición de una obligación informativa a cargo de los emisores.³⁹ Una conocida opinión considera, en fin, que la *mandatory disclosure* permite hacer frente a *third party effects*, entendiéndose con ello la eventualidad de que un emisor no comunique algunas informaciones particulares – piénsese en la posibilidad de disponer de una nueva tecnología – con el objeto de mantener una ventaja competitiva respecto a los competidores, una ventaja que, en cambio, se perdería si la información fuese comunicada.⁴⁰ También en tal caso, la intervención legislativa remedia una imperfección del mercado, consistente, en la especie, en un *third party effect* (o “externalidad negativa”). El enfoque de estudios más recientes es análoga:⁴¹ la obligación legal de información resulta necesaria para una eficiente distribución de la información, puesto que, en ausencia de una obligación semejante, los *managers* resultarían inducidos a

³⁷ GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n° 7, p. 638 y ss.; en el mismo orden de ideas, destacando la utilidad de la *mandatory disclosure* en la reducción de los costos necesarios para comparar informaciones voluntariamente distribuidas en el mercado según modelos no uniformes, KAHAN; Marcel; KLAUSNER, Michael D., “Standardization and Innovation in Corporate Contracting”, 83 *Va. L. Rev.* (1997), pp. 713 y ss.; análogas consideraciones se hallan también en ASSMANN, *Prospekthaftung*, cit. nota n° 4, pp. 292 y ss.

³⁸ Un ejemplo clásico de “bien público” es el faro: a diferencia de un “bien privado” – por ej., la cena en un restaurante – todos pueden gozar de él independientemente del hecho de haber pagado un precio por ello, puesto que excluir del goce del servicio a quien no ha pagado resultaría demasiado costoso y la utilización del servicio por parte de un navegante no perjudica su aprovechabilidad por parte de otros; la moderna teoría de los bienes públicos se debe, como es conocido, a SAMUELSON, Paul A., “The Pure Theory of Public Expenditure”, 37 *Rev. Econ. Stat.* (1955), pp. 350 y ss.

³⁹ COFFEE JR., John C., “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”, 70 *Va. L. Rev.* (1970), pp. 725 y ss.

⁴⁰ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 290 y ss.

⁴¹ FOX, Merritt B., “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment”, 85 *Va. L. Rev.* (1999), pp. 1343 y ss.; para contribuciones adicionales en mérito, GULATI, Mitu, “When Corporate Managers Fear a Good Thing is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure”, 46 *UCLA L. Rev.* (1999), pp. 732 y ss., ARLEN, Jennifer; CARNEY, William, “Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence”, *U. Ill. L. Rev.* (1992), p. 701, y, de reciente, sobre la base de un conocido modelo de *game theory*, MACEY, “Efficient Capital Markets”, cit. nota n° 22, pp. 26 y ss.; en el sentido que la previsión de una obligación legal representa “un eficiente mecanismo de señalización” del carácter completo de la información transmitida, FRANCO, Joseph A., “Why Antifraud Prohibitions Are Not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling in the Economic Case for Mandatory Securities Disclosure”, *Colum. Bus. L. Rev.* (2002), pp. 223 y ss. (la cita se halla en la p. 278); para una reconstrucción del sistema de *mandatory disclosure* como instrumento para obligar a los emitentes a realizar un esfuerzo creíble en pos del mercado, ROCK, Edward B., “Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure”, 23 *Cardozo L. Rev.* (2002), pp. 675 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

escoger un nivel de *disclosure* – si bien óptimo desde el punto de vista de sus costos y beneficios – inferior al socialmente óptimo.⁴²

Evidentemente esta no es la sede para un examen analítico sobre el rendimiento de las específicas argumentaciones.⁴³ Con todo, un dato parece merecer una distinción particular: aun favoreciendo la difusión de la información y, por tanto, la correcta formación de los precios, la *mandatory disclosure* no es capaz de resolver el problema generado por las asimetrías informativas. En esta línea, un primer aspecto resulta obvio: en ausencia de sanción, la obligación legal de información no asegura la veracidad y el carácter completo de la información y deja por tanto abierto el problema de la falsedad, sea ella dolosa o motivada por la exigencia de preservar secretos industriales.⁴⁴ Por otra parte, la verificación y el análisis de las informaciones relacionadas a las expectativas futuras de la empresa (*soft information*) son muy difíciles, pudiendo resultar excesivamente largas y costosas.⁴⁵ Finalmente – y ésta es la crítica más frecuente – los *transaction costs* implicados por la *mandatory disclosure* resultar ser ingentes,⁴⁶ sobre todo si comparados a los reducidos beneficios que, según algunos conocidos estudios empíricos,⁴⁷ efectivamente se generan; se

⁴² Cada vez menos adhesiones reciben, en la literatura estadounidense, las tradicionales justificaciones en términos de promoción de la confianza pública en el mercado y de prevención de fraudes y manipulaciones de los precios: sin embargo, contra las críticas, *ex multis*, de EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 296 y ss., y de ROMANO, Roberta, “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”, 107 *Yale L. J.* (1998), pp. 2381 y ss., cfr. la apasionada defensa de SELIGMAN, Joel, “The Historical Need of a Mandatory Corporate Disclosure System”, 9 *J. Corp. L.* (1983), pp. 1 y ss. (ahora, con actualizaciones, en LOSS/SELIGMAN, *Securities Regulation*, I, cit. nota n° 29, pp. 169 y ss. Por otra parte, no faltan opiniones que explican la introducción y mantenimiento de la *mandatory disclosure* con la finalidad de proteger los intereses de especiales categorías de intermediarios y profesionales, indispensables para la gestión del procedimiento de información obligatoria: sobre el punto, a la cáustica lectura de MANNE, Henry G., “Economic Aspects of Required Disclosure under Federal Securities Laws”, en MANNE, Henry G.; SOLOMON, Ezra, (Coords.), *Wall Street in Transition: The Emerging System and Its Impact on the Economy*, New York: 1974, pp. 31 y ss, agréguese MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P., “Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law”, 65 *Tex. L. Rev.* (1987), pp. 469 y ss.

⁴³ A este propósito, resulta significativo que algunos de los autores recién recordados – aunque discurriendo en la misma lógica de la *law and economics* – se critiquen unos con otros: con referencia a la tesis de Easterbrook y Fischel (originariamente formulada en “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, en 70 *Va. L. Rev.* (1984), pp. 669 y ss.), cfr. COFFEE JR., “Market Failure and the Economic Case”, cit. nota n° 31, pp. 717 y ss.; ROMANO, “Empowering Investors”, cit. nota n° 42, pp. 2638 y 2380; por lo que se refiere a la tesis de Coffee y de Gilson/Kraakman, cfr. EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 286 ss. y 298 y ss.

⁴⁴ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1 p. 280; BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 793.

⁴⁵ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 280 y ss.; sobre el punto cfr. también KITCH, Edmund W., “The Theory and Practice of Securities Disclosure”, 61 *Brook. L. Rev.* (1995), pp. 763 y ss.

⁴⁶ Aunque se trate de un estudio no reciente, puede recordarse que en 1975 los costos relativos a la *mandatory disclosure* por parte de empresas que cotizaban en los Estado Unidos superaba los USD 400 millones: PHILLIPS, Susan M., ZECHER, Richard J., *The SEC and the Public Interest*, Cambridge: The MIT Press, 1981, pp. 49 y ss.

⁴⁷ Por lo que se refiere a la información en sede de solicitud para la inversión, cfr. STIGLER, George J., “Public Regulation of the Securities Market”, 37 *J. Bus.* (1964), pp. 117 y ss.; JARRELL, Gregg A., “The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues”, 24 *J. Law & Econ.* (1981), pp. 613 y ss.; SIMON, Carol J., “The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

trata por tanto de una cuestión de eficiencia distributiva,⁴⁸ que en variadas ocasiones ha suscitado el interrogativo sobre la posibilidad de alcanzar por otras vías la solución del problema de selección adversa que deriva de la presencia de asimetrías informativas.

5. Los mecanismos de mercado y las dinámicas de reputación comercial. La insuficiencia del modelo.

Precisamente en esta perspectiva se coloca la propuesta – formulada en tiempos no lejanos y bastante antes de las recientes crisis bursátiles – en orden a confiar la superación de las asimetrías informativas a mecanismos de mercado o a vínculos de reputación comercial.

El análisis del primer ámbito coincide con la discusión – tradicional en la literatura estadounidense – en orden a la eficiencia distributiva del sistema federal de información obligatoria. A este propósito, el argumento es muy simple. Debiendo hacer frente a un problema de *adverse selection*, es de interés de las empresas (en la especie, de los accionistas y de los *managers*) convencer al mercado que todas las informaciones necesarias han sido (y continuarán siendo) comunicadas; en caso contrario, los inversionistas no estarían dispuestos a financiar a la empresa, puesto que a falta de información que permita valorar la conveniencia de la inversión, la ausencia de noticias es signo de malas novedades.⁴⁹ En consecuencia, *managers* y accionistas tienen un incentivo para estructurar la empresa⁵⁰ y para transmitir al mercado informaciones en modo tal que el público de los inversionistas pueda razonablemente considerar que todos los datos relevantes han sido comunicados.⁵¹ El paso desde estas consideraciones a la propuesta de eliminar el modelo de la información obligatoria es, por cierto, breve, según cuanto se ha hecho evidente por las frecuentes instancias de reforma planteadas ya en la forma de un abandono radical de la *mandatory disclosure*,⁵² ya en cambio en la más moderada propuesta en orden a permitir que cada emisor escoja el régimen legal (federal,⁵³ de un específico

Performance of New Issues”, 79 *Am. Econ. Rev.* (1989), pp. 295 y ss.; por lo que se refiere a información dirigida al mercado secundario, cfr. BENSTON, George J., “Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934”, 63 *Am. Econ. Rev.* (1973), pp. 132 y ss. Sobre el método y sobre el mérito de tales estudios no falta, por lo demás, un encendido debate: *a favor*, ROMANO, “Empowering Investors”, cit. nota n° 42, pp. 2373 y ss.; *contra*, FOX, “Retaining Mandatory Securities Disclosure”, cit. nota n° 41, pp. 1369 y ss.

⁴⁸ Por todos, KRIPKE, Homer, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose*, New York, Law & Business Inc., 1979, pp. 107 y ss.; ROMANO, “Empowering Investors”, cit. nota n° 42, p. 2375.

⁴⁹ La primera indicación en este sentido deriva del conocido estudio de ROSS, Stephen A., “Disclosure Regulation in Financial Markets: Implication of Modern Finance and Signaling Theory”, en EDWARDS, Franklin R., Edit., *Issues in Financial Regulation*, New York: McGraw-Hill Book Company, 1979, pp. 177 y ss.

⁵⁰ JENSEN/MECKLING, “Theory of the Firm”, cit. nota n° 2, p. 343 y ss.

⁵¹ Para una exposición sintética, EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 288 y ss.

⁵² A los autores citados *supra* en nota n° 47, agréguese PHILIPS/ZECHER, *The SEC and the Public Interest*, cit., nota n° 46, pp. 51 y ss., estudio en el que, en confirmación del *self interest model of disclosure*, se indica que los costos de los gastos sostenidos por concepto de información voluntaria – adicionales a aquellos relativos a la información obligatoria – equivalen a aproximadamente diez veces estos últimos.

⁵³ En el sentido de hacer facultativa la *registration* prevista por la *Securities Act*, PALMITER, Alan, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.* (1999), pp. 86 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

estado americano,⁵⁴ extranjero,⁵⁵ o de las diversas sociedades que gestionan los mercados regulados)⁵⁶ al cual someter la solicitud de inversión.⁵⁷

Aunque basada en premisas teóricas parcialmente diferentes, la argumentación respecto a los vínculos de reputación resulta análoga. El punto de partida es, nuevamente, el problema de *adverse selection* que deriva de la presencia de asimetrías informativas y la consecuente necesidad de diferenciar el producto colocado en el mercado. Para dicho fin, una posible modalidad es ofrecida por la inversión en reputación; en efecto, conforme a una dinámica similar a la que acontece con los signos distintivos,⁵⁸ la reputación del oferente permite caracterizar específicamente un bien o un servicio, sobre todo cuando el empresario está presente en el mercado de manera estable (la terminología de la teoría de los juegos alude, para estos efectos, a *repeated game players*).⁵⁹ Planteado así el problema, es entonces posible comprender cómo la necesidad de mantener la propia reputación constituya un incentivo potente para conductas favorables a los destinatarios de los bienes y servicios

⁵⁴ ROMANO, “Empowering Investors”, cit. nota n° 42, pp. 2365 y ss.

⁵⁵ CHOI, Stephen J.; GUZMAN, Andrew T., “Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation”, 71 *S. Cal. L. Rev.* (1998), pp. 903 y ss.

⁵⁶ MAHONEY, Paul G., “The Allocation of Government Authority: The Exchange as Regulator”, 83 *Va. L. Rev.* (1997), pp. 1453 y ss.

⁵⁷ Tampoco se trata, por lo demás, de una argumentación destinada a permanecer exclusivamente en el plano teórico: sólo para dar un ejemplo, la influencia de muchas de estas consideraciones – junto a las proposiciones de la *efficient capital market hypothesis* – era ya claramente perceptible en el proyecto de reforma presentado por la *Securities Exchange Comisión* estadounidense en diciembre de 1998 (el denominado *Aircraft Carrier release*: sobre el punto, THOMAS, Randall S.; COTTER, James F., “Measuring Securities Market Efficiency in the Regulatory Setting”, 63 *Law & Contemp. Probl.* (2000), pp. 105 y ss.; CHOI, Stephen J., “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”, 88 *Cal. L. Rev.* (2000), pp. 326 y ss.), luego abortado al año siguiente debido a la fuerte oposición de bancos de negocios y *corporate lawyers*: COATES, John C., “Private vs. Political Choice of Securities Regulation”, 43 *Va. J. Int’l L.* (2001), p. 554; sobre la especial atención dada a la propuesta de Roberta Romano en los *policy circles* estadounidenses, FOX, “Retaining Mandatory Securities Disclosure”, cit. nota n° 41, p. 1338, texto y nota 7; para una óptima valoración de las razones que, en tiempos recientes, han encendido nuevamente en Estados Unidos el debate sobre la obligación legal de información, KITCH, “Proposals for Reform of Securities Regulation”, cit. nota n° 32, pp. 629 y ss.

⁵⁸ AKERLOF, “The Market for “Lemons””, cit. nota n° 3, p. 499.

⁵⁹ BAIRD, Douglas C.; GERTNER, Robert H.; PICKER, Randal C., *Game Theory and the Law*, Cambridge: Harvard University Press, 1994, pp. 159 y ss. Para otros autores la relevancia de la reputación aparece asociada a la teoría – hoy muy de moda en la literatura jurídica estadounidense – que ofrece una relectura de las instituciones fundamentales del derecho privado como expresiones de normas preexistentes de derivación no legal (*social norms*): de reciente COOTER, Robert D.; EISENBERG, Melvin A., “Fairness, Character, and Efficiency in Firms”, 149 *U. Pa. L. Rev.* (2001), pp. 1721 y ss., BLAIR, Margaret M., STOUT, Lynn A., “Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law”, 149 *U. Pa. L. Rev.* (2001), pp. 1747 y ss.; más en general, muy conocido es el estudio de ELLICKSON, Robert, *Order without Law. How Neighbors Settle Disputes*, Cambridge-London: 1991, pp. 232 y ss. (para una buena panorámica de la literatura pertinente PANTHER, Stephan, “Non-Legal Sanctions”, en: BOUDEWIJN, Bouckaert; DE GEEST, Gerrit, (Edits.), *Encyclopedia of Law and Economics*, I, Cheltenham: 2000, pp. 999 y ss.), desarrollando temas que nuestra doctrina de teoría general conoce desde hace tiempo: BOBBIO, Norberto, *Teoria generale della norma giuridica*, Torino: 1958, hoy en Id., *Teoria generale del diritto*, Torino: 1993, pp. 126 y ss.; BALOSSINI, Cajo Enrico, *La rilevanza giuridica delle “regole sociali”*, Milán: 1965, *passim*.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

ofrecidos en el mercado,⁶⁰ hasta el punto de inducir a algunos autores⁶¹ a propugnar a su respecto una valorización explícitamente alternativa a la *mandatory disclosure*.

En todo caso, tampoco esta aproximación al problema de la asimetría de la información se presenta libre de imperfecciones. Aunque el punto sea muy discutido, una difusión de la información completamente confiada a la iniciativa del emisor pasa por alto, de hecho, el posible fracaso de la lógica de mercado, valiendo aquí como objeciones aquellas argumentaciones que, como se ha visto recién, se adoptan en apoyo de la necesidad de una obligación legal de información. Por lo que se refiere al argumento elaborado sobre la base de la posible relevancia de *third party effects*, en realidad se ha replicado que la mayor parte de los inversionistas (y, en la especie, los institucionales) detentan carteras de instrumentos financieros; con la consecuencia que los eventuales beneficios gozados por los competidores del emisor – cuyos títulos formal igualmente parte de la cartera del inversionista – se compensarán con la pérdida soportada por el emisor, de manera que – también por lo que se refiere a las posibles noticias reservadas – desde el mercado se desprende en cualquier caso un incentivo para la *disclosure*.⁶² Con todo, ni siquiera este argumento resulta carente de dificultades. Simplificando una argumentación más compleja, se puede destacar al respecto que no todos los inversionistas detentan contemporáneamente en cartera instrumentos financieros del emisor y de las otras empresas competidoras; de aquí se desprende el incentivo del emisor para no declarar informaciones reservadas, desde el momento que el silencio permite no obstaculizar la posibilidad de alcanzar a los inversionistas en cuya cartera no se encuentren presentes acciones de las empresas competidoras.⁶³

Las conclusiones tampoco cambian con respecto a los mecanismos de reputación. Además de la consideración en cuanto a que la reputación requiere inversiones ingentes y que se construye en tiempos que pueden resultar incompatibles con la necesidad de acceder con celeridad al mercado de capitales,⁶⁴ es en efecto preciso considerar que no existe garantía alguna en cuanto a que, en el caso concreto, el emisor no considere mayores los beneficios de una declaración falsa que los costos de la futura pérdida de la reputación.⁶⁵ Este problema resulta especialmente agudo en la medida que se considere que la probabilidad de una declaración falsa es muy elevada en aquel ámbito que la teoría de los juegos llama la

⁶⁰ El estudio clásico es KLEIN, Benjamin; LEFFLER, Keith B., “The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance”, 89 *J. Pol. Econ.* (1981), pp. 615 y ss., al que debe agregarse SHAPIRO, Carl, “Consumer Information, Product Quality, and Seller Reputation”, 13 *Bell J. Econ.* (1982), pp. 20 y ss.; DIAMOND, Douglas W., “Reputational Acquisition in Debt Markets”, 97 *J. Pol. Econ.* (1989), pp. 828 y ss.; pero ya HAYEK, Friedrich A., *The Meaning of Competition*, en: *Individualism and Economic Order*, Chicago: 1948, p. 97; sobre el punto es también instructiva la lectura de WILLIAMSON, Oliver, “Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchanges”, 73 *Am. Econ. Rev.* (1983), pp. 519 y ss.

⁶¹ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 281.

⁶² ROMANO, “Empowering Investors”, cit. nota n° 42, p. 2368.

⁶³ FOX, “Retaining Mandatory Securities Disclosure”, cit. nota n° 41, pp. 1350 y ss.

⁶⁴ GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n° 7, pp. 619 y ss.

⁶⁵ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 281; KLEIN/LEFFLER, “The Role of Market Forces”, cit. nota n° 60, pp. 616 y ss., con la aclaración adicional en cuanto a que el vínculo de reputación funciona en modo directamente proporcional a la posibilidad de observar las conductas deformes y a la entidad del costo futuro por la pérdida de credibilidad.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

“fase final de un juego repetido”:⁶⁶ piénsese en el caso de una empresa que se halla en una situación de dificultad financiera superable sólo mediante el recurso al mercado,⁶⁷ o bien en la hipótesis de *managers* próximos a concluir el desarrollo de sus funciones (y por tanto no sujetos al vínculo que deriva de la necesidad de mantener el puesto de trabajo).⁶⁸

6. Gatekeeping strategies; chaperones e intermediarios “reputacionales”. Ventajas y posibles inconvenientes en una perspectiva de eficiencia distributiva.

Si se vuelve entonces a la lógica de una intervención normativa, un posible tercer instrumento a disposición del ordenamiento jurídico para hacer frente al problema de las asimetrías informativas está constituido por la obligación de intervención – en la relación entre emisor e inversionista – de un intermediario que controle al primero en favor del segundo. El análisis económico denomina a tales sujetos como “guardianes del portón” (*gatekeepers*) y califica su utilización en términos de *gatekeepers’* (o *third party’s*) *strategies*.⁶⁹

Para introducirse en el tema es preciso pensar en el rol desarrollado – en la fisiología del mercado financiero – por revisores contables y responsables de la colocación⁷⁰ (*underwriters*).⁷¹ Un primer aspecto resulta suficientemente claro. Aun con diversidad de tareas, revisores contables y responsables de la colocación tienen en las manos las suertes de la solicitud a la inversión; en efecto, sin que el balance sea positivamente certificado o sin la intervención de un *underwriter* (así como, se puede ulteriormente agregar, sin que el emisor esté en condiciones de soportar el costo de la solicitud), la apelación al ahorro

⁶⁶ En general COOTER/EISENBERG, “Fairness, Character, and Efficiency in Firms”, cit. nota n° 59, p. 1722; en el caso de especie, CARNEY, “The Limits of The Fraud on the Market Doctrine”, cit. nota n° 19, p. 1275.

⁶⁷ BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 796.

⁶⁸ ARLEN/CARNEY, “Vicarious Liability for Fraud on Securities Market”, cit. nota n° 41, pp. 702 y ss.

⁶⁹ Al conocido estudio de KRAAKMAN, Reinier H., “Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy”, 2 *J. Law Econ. & Org.* (1986), pp. 53 y ss., con específica referencia a la regulación del mercado financiero, agréguese CHOI, Stephen, “Market Lessons for Gatekeepers”, 92 *Nw. U. L. Rev.* (1998), pp. 916 y ss.; sobre el punto, cfr. también LANGEVOORT, Donald C., “Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment”, 63 *Law & Contemp. Prob.* (2000), pp. 58 y ss.; KRAAKMAN, Reinier H., “Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Control”, 93 *Yale L. J.* (1984), pp. 888 y ss.; GILSON, Ronald J., “Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing”, 94 *Yale L. J.* (1984), pp. 288 y ss.; en la literatura jurídica europea, HOPT, Klaus J., *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, Munich: C.H. Beck, 1991, *Rdn.* 65 y ss., pp. 33 y ss. (de la obra existe una traducción italiana – en realidad no siempre fiel – *Le banche nel mercato dei capitali: collocamento di valori mobiliari e responsabilità*, Milán: 1995, pp. 38 y ss.

⁷⁰ Ndt.: se alude a la primera colocación de los valores en el mercado bursátil, en el contexto del denominado *mercado primario*.

⁷¹ En la definición de la sección 2(11) de la *Securities Act*, el término *underwriter* tiene un alcance notablemente más amplio respecto a la noción de “responsable de la colocación” ofrecida por el art. 3, inc. 1, letra a) del Reglamento de Emisores, comprendiendo tanto “al sujeto que organiza y constituye el consorcio de colocación, el coordinador de la colocación o el colocador único” mencionados por la definición reglamentaria, así como todos los intermediarios que proceden a la colocación. Con todo, desde el punto de vista normativo la reglamentación italiana del responsable de la colocación, en cuanto sujeto distinto a cualquier otro intermediario encargado de la colocación, tiende – como se verá – a coincidir con la regulación estadounidense de los *underwriters*, apareciendo por lo tanto justificado el uso alternativo de los dos términos en lo que sigue de este trabajo.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

del público no puede ni siquiera comenzar. En esta perspectiva, entonces, revisores contables y *underwriters* son *gatekeepers* que – teniendo la capacidad profesional y las economías de escala para analizar y verificar las informaciones entregadas por el emisor y, por tanto, para afrontar mejor que cualquier otro la asimetría informativa – previenen el surgimiento del problema a favor de cualquier otro inversionista, cada vez que no estén convencidos de la veracidad de las informaciones entregadas por el emisor. En la colorida jerga de la *law and economics* se habla de *chaperones regimes*.⁷²

Al mismo tiempo, existe sin embargo una función ulterior, normalmente menos considerada, pero, en cierta medida, más importante, en particular desde la perspectiva del enfrentamiento del riesgo de *adverse selection*. Considérese el caso de un emisor cuyo balance sea certificado: según lo que demuestra la praxis de la certificación voluntaria, su credibilidad a los ojos del mercado es mucho más alta que la de otro emisor cuyo balance no esté revisado.⁷³ De igual manera, la confianza de un inversionista que suscriba un instrumento financiero ante un responsable de la colocación – el que, se recuerde, normalmente compra al emisor las *securities* que luego coloca en el mercado – resulta incrementada respecto a aquella que se podría dar en el caso de suscripción *vis-a-vis* desde el emisor; en efecto, la consideración de las características profesionales y la reputación propias del *underwriter* refuerzan la confianza respecto al análisis y la verificación de la información entregada por el emisor, sobre la base de la cual el responsable de la colocación ha determinado el precio del instrumento financiero.⁷⁴ También en este caso, por tanto, lo que está en juego es la “diferenciación” del producto financiero mediante mecanismos de reputación y de señalización; con la particular, sin embargo, que para el emisor los relativos costos son mucho más reducidos y el acceso resulta inmediato; en lo sustantivo, de hecho, el intermediario “da en préstamo su reputación al emisor”,⁷⁵ de modo que éste, en lugar de soportar los tiempos y los costos de una inversión en *reputation*, se limita simplemente a pagar el precio por el servicio recibido. Por otra parte, subsisten fuertes incentivos para revisores y *underwriters* en orden a no asumir conductas fraudulentas. A diferencia de los emisores, ellos desarrollan la propia actividad a título profesional y son por tanto estructuralmente *repeated game players*, para los que el riesgo de hallarse en una “fase final del juego” es mucho más reducido⁷⁶ y el impacto de la pérdida de reputación mucho más relevante (se piense, en particular, en las dinámicas de competencia del sector y a la posibilidad de que el error del competidor sea utilizado para atraer clientes).⁷⁷

⁷² KRAAKMAN, “Gatekeepers”, cit. nota n° 69, pp. 61 y ss., espec. p. 64.

⁷³ CHOI, “Market Lessons for Gatekeepers”, cit. nota n° 69, p. 921 ss.; EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 282.

⁷⁴ El análisis – ya clásico – es de GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n° 7, pp. 613 y ss.; en el mismo sentido COFFEE JR., John C., “Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate over Company Registration”, 52 *Wash. & Lee L. Rev.* (1996), p. 1169.

⁷⁵ GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit., nota n° 7, p. 620.

⁷⁶ BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 787; GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanism of Market Efficiency”, cit. nota n° 7, p. 620.

⁷⁷ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 281; BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 795; sobre el punto cfr. también GOLDBERG, Victor P., “Accountable Accountants: Is Third-Party Liability Necessary?”, 17 *J. Legal Stud.* (1988), pp. 295 y ss.;

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

El modelo – ulteriormente refinable, elevando a la categoría de *gatekeepers* también a las sociedades de gestión de los mercados regulados⁷⁸ y a los abogados de negocios⁷⁹ – abre perspectivas seguramente fascinantes; en efecto, confiar a dinámicas de mercado la reducción de los costos del acceso al mercado de capitales y la supervigilancia sobre la correcta formación de los precios es una idea brillante, cuyas posibilidades son frecuentemente subvaloradas. No obstante, con igual claridad debe observarse que tampoco una estrategia semejante resulta carente de límites. El perfil relevante no es, en realidad, particularmente diverso de aquél desarrollado antes, pudiéndose en general afirmar que el recurso a *gatekeepers* no elimina por sí mismo el problema de la selección adversa, sino que simplemente lo desplaza un paso más adelante.⁸⁰ Tampoco la calidad de una certificación de balance o el *pricing* de un instrumento financiero son fácilmente observables por el inversionista, de manera que subsiste una asimétrica distribución de la información y, con ella, el riesgo de *adverse selection*, tanto más si se considera que la reputación del específico intermediario tiende a derramarse sobre la categoría y que, por tanto, subsiste la posibilidad de que – también a causa de la *naïveté* de inversionistas no sofisticados⁸¹ – se apropien de dicha reputación intermediarios de baja calidad.⁸² Es también cierto que correctivos a este problema son claramente imaginables: basta pensar en una autorización pública para el ejercicio de la actividad, en mecanismos de autodisciplina a nivel de categoría o en una concentración del mercado.⁸³ Más allá de los posibles deslices de esta aproximación hacia resultados dirigistas o limitadores de la competencia,⁸⁴ algunos problemas subsisten en cualquier caso; es decir, sería ingenuo creer que no se puedan dar casos en los que el beneficio de la falsedad – en este punto la argumentación se superpone al problema de la independencia del *gatekeeper* y de la posibilidad de conflictos de interés – supere al costo de la pérdida de reputación,⁸⁵ o bien en los que la conducta fraudulenta sea ejecutada por *managers* de la sociedad *gatekeeper*, para los que el vínculo de reputación no valga en el caso concreto. Por otra parte, desde una perspectiva diversa, no deben soslayarse los costos que los emisores están llamados a sostener por las contraprestaciones debidas.⁸⁶ Este elemento, si bien puede presentar un aspecto positivo, en cuanto fija un umbral de seriedad para el acceso al mercado de capitales, corre el riesgo de

PREITE, Disiano, “Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare”, *Riv. Soc.* (1988), pp. 421 y ss.

⁷⁸ Una mención en BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 787.

⁷⁹ LANGEVOORT, “Deconstructing Section 11”, cit. nota n° 69, p. 60 y ss.; GILSON, “Value Creation by Business Lawyers”, cit. nota n° 69, pp. 239 y ss.

⁸⁰ BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 787.

⁸¹ CHOI, “Market Lessons for Gatekeepers”, cit. nota n° 69, p. 940.

⁸² KRAAKMAN, “Gatekeepers”, cit. nota n° 69, pp. 97 y ss.; BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, pp. 787 y ss.

⁸³ Para una articulada discusión sobre el punto, BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, pp. 788 y ss.; CHOI, “Market Lessons for Gatekeepers”, cit. nota n° 69, pp. 943 y ss.

⁸⁴ CHOI, “Market Lessons for Gatekeepers”, cit. nota n° 69, pp. 944 y ss.

⁸⁵ BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, pp. 794 y ss.; para un análisis más detallado, CHOI, “Market Lessons for Gatekeepers”, cit. nota n° 69, pp. 941 y ss.; PARTNOY, Frank, “Barbarians at the Gatekeepers? A Proposal for a Modified Strict Liability Regime”, *79 Wash. U. L. Q.* (2001), pp. 499 y ss.

⁸⁶ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 283.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

convertirse en una ineficiente barrera al ingreso, sobre todo si se consideran las posibles dinámicas de corporativismo que, como se ha visto,⁸⁷ resultan históricamente presentes.

7. Las sanciones contra la falsedad u omisión de información. La relación con los otros instrumentos y una nota de método.

Para concluir el análisis queda por discutir el rol desempeñado por la sanción (*penalty rule*) – el término es, por el momento, utilizado en sentido amplio y genérico – contra la falsedad, el carácter incompleto o la omisión de la información debida por el emisor a favor del mercado.

Para el jurista moderno la consideración del punto puede resultar del todo obvia – las reglas de conducta sin sanción, aun si presentes en la experiencia romana de las *leges imperfectae*, son poco frecuentes en los ordenamientos vigentes – y, por muchos aspectos, aproximativa: ¿cómo se puede sancionar una omisión sin haber antes afirmado la existencia de una obligación de comportamiento (violada)? Con todo, el tratamiento separado del punto, frecuente en las aproximaciones al tema por parte de los *legal economists*,⁸⁸ merece no ser apresuradamente despachada. En un contexto en el que – mucho más que en otros sectores – dinámicas de mercado y vínculos de reputación juegan un rol particularmente significativo, un tratamiento específico de la sanción permite, de hecho, iluminar su peculiar aporte a la eficiencia del sistema en su conjunto. Considérese, por ejemplo, lo dicho con respecto a la posibilidad de que las informaciones obligatorias entregadas al público sean falsas o incompletas; así, en una perspectiva de “orden sin derecho”,⁸⁹ aquello que para el jurista resulta un remedio del todo evidente – una sanción legal de naturaleza civil y/o penal – se enriquece de la percepción relativa a la específica función desplegada para suplir las insuficiencias (o reducir los costos) de un sistema en el que las dinámicas dominantes son las económicas. Por otra parte, es apenas el caso decir que un enfoque similar no es, obviamente, neutro con respecto a la decisión atinente a las características de la intervención pública en la economía,⁹⁰ constituyendo, para usar la conocida imagen de Guido Calabresi,⁹¹ sólo una de las posibles “*views of the Cathedral*”. Las específicas características del mercado financiero y las decisiones de política económica de los países de desarrollo capitalista avanzado parecen, con todo, una indicación particularmente

⁸⁷ *Supra* notas 42 y 57.

⁸⁸ Por todos, BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 786; EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 283 y ss.

⁸⁹ ELLICKSON, *Order without Law*, cit. nota n° 59, *passim*.

⁹⁰ En una perspectiva más estrictamente civilista y con referencia a los deberes precontractuales de información, una óptima discusión sobre el punto se lee en SCHWARZE, Roland, *Vorvertragliche Verständigungspflichten*, Tübingen: 2001, pp. 35 y ss.; en la literatura italiana, para observaciones vigorosamente críticas contra el análisis económico del derecho, “inspiradas en el ímpetu favorable a las discusiones apasionadas”, cfr. de reciente, SOMMA, Alessandro, “Il diritto privato liberista. A proposito di un recente contributo in tema di autonomia contrattuale”, *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.* (2001), pp. 263 y ss. (la cita se halla en la p. 265).

⁹¹ CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas A., “Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral”, 85 *Harv. L. Rev.* (1972), p. 1128.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

persuasiva en pos de la adopción del método utilizado en este estudio;⁹² lo anterior, en la conciencia que – es útil explicitarlo – la decisión metodológica deja intacto el juicio de valor sobre los respectivos resultados.

7.1. La obligación de indemnización del daño y las medidas penales.

Entrando entonces de lleno en la argumentación, en vía preliminar resulta útil recordar que el análisis económico tradicionalmente identifica la función propia de la responsabilidad – tanto civil como penal (incluida la administrativa o despenalizada) – en el endoso al responsable (“internalizar”) del costo que terceros deban soportar a causa de su actividad (“externalidad negativa”).⁹³ En esta perspectiva, el perjuicio causado por la actividad sancionada se transforma en un costo para el responsable, dando lugar así al recurrente mecanismo de *cost-benefit analysis*, del que depende – en el modelo neo-clásico – la decisión del agente económico.⁹⁴

Reconsiderada desde un ángulo visual semejante, la regla de responsabilidad despliega un rol muy significativo en la resolución del problema del que se está discutiendo. Para saber mejor de qué se trata, piénsese en la hipótesis de un mercado financiero en el que una regla semejante no exista y en donde la presencia de asimetrías informativas permita a un emisor de baja calidad comunicar al mercado informaciones falsas, que los inversionistas no pueden verificar. En este escenario, para sustraerse al riesgo de selección adversa los emisores de alta calidad deberán recurrir a instrumentos (como se ha visto recién: la reputación, la certificación del balance), cuyo costo representa la externalidad negativa derivada de la conducta fraudulenta de los emisores de baja calidad. Considérese ahora, en contraste, el mismo contexto en presencia de una regla de responsabilidad. Internalizando el costo externo de la conducta fraudulenta, la obligación de indemnización del daño vuelve más costosa para los emisores de mala calidad la comunicación de informaciones falsas al mercado y, al mismo tiempo, disminuye los costos que pesan sobre los emisores de buena calidad; de hecho, éstos últimos a) por definición, no soportan el costo de la responsabilidad por información falsa, y b) disminuyendo la presencia de emisores de mala calidad gracias al efecto disuasivo de la sanción, se ven expuestos a un riesgo más limitado de selección adversa, de manera que pueden gastar menos recursos para combatirlo.⁹⁵

⁹² En un orden de ideas análogo, ANGELICI, “Note in tema di informazione societaria”, cit. nota n° 23, pp. 249 y ss.; más en general, DENOZZA, *Norme efficienti*, cit. nota n° 31, pp. 116 y ss.; no falta, obviamente, opiniones contrarias: con referencia al derecho societario, WILLIAMS, Cynthia A., “Corporate Compliance with the Law in the Era of Efficiency”, 76 *N.C.L. Rev.* (1998), pp. 1265 y ss.

⁹³ Por todos, COOTER, Robert; ULEN, Thomas, *Law and Economics*, s.l., 1996, p. 262, así como – la cita es obligada – CALABRESI, Guido, *The Cost of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven: Yale University Press, 1970, pp. 144 y ss., y TRIMARCHI, Pietro, *Rischio e Responsabilità oggettiva*, Milán: Giuffrè, 1961, *passim*, pero espec. pp. 34 y ss.; con referencia al derecho penal, un análisis muy minucioso se lee en COOTER, Robert, “Prices and Sanctions”, 84 *Colum. L. Rev.* (1984), pp. 1523 y ss., espec. pp. 1548 y ss.

⁹⁴ Para una valoración muy equilibrada sobre la función de prevención general actuada por la responsabilidad civil, SCHWARTZ, Gary T., “Reality in the Economic Analysis of Tort Law: Does Tort Law Really Deter?”, 42 *UCLA L. Rev.* (1994), pp. 377 y ss.; espec. pp. 422 y ss.

⁹⁵ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 283.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

En segundo lugar, la regla de responsabilidad interactúa con los vínculos de reputación que se han ilustrado precedentemente; así, transfiriendo a cargo del agente – sea éste *manager* o *gatekeeper* – el costo externo generado por su conducta, la norma determina un incentivo superior a aquél que deriva de la reputación.⁹⁶ En esta perspectiva, se aprecia muy bien la diferencia entre sanción penal y sanción civil: mientras esta última importa un costo transferible a terceros mediante el mecanismo del reaseguro⁹⁷ (si ya no derechamente eliminable, allí donde el responsable – carente de patrimonio adecuado o habiendo dado lugar a actividades de disminución de la garantía genérica, tales que hagan excesivamente costosa la ejecución forzada – resulte ser insolvente), la primera impone al agente un costo que no es posible eliminar ni transferir a terceros.⁹⁸

7.2. Las garantías de fuente legal.

Los aspectos sobre la responsabilidad hasta aquí tratados no agotan, por lo demás, la perspectiva de las *penalty rules*, pudiéndose prospectar – dada la peculiaridad del fenómeno en examen – otra tipología de sanción. Para darse cuenta, se hace preciso evocar, nuevamente, el problema generado por la presencia de asimetrías informativas y aludir a la garantía como instrumento ulterior que – en el plano de la autonomía privada – es posible utilizar para evitar el riesgo de selección adversa. En realidad, el punto no es difícil de captar: de hecho, con respecto a la compraventa, parece “intuitivamente plausible que un vendedor de un producto de alta calidad pueda ofrecer una garantía mejor que aquella que podría ser ofrecida por un vendedor de baja calidad. Naturalmente, para que aquello cobre sentido es necesario que se trate de una cosa que sea objetivamente observable *ex post* tanto por el vendedor como por el comprador”.⁹⁹ Ahora bien, ¿qué sucede si la garantía es impuesta por la ley? Y aún más específicamente: ¿qué sucede si la respectiva disposición puede ser dejada sin efecto por los particulares?

⁹⁶ BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, pp. 795 ss.; para un análisis más detallado, LOTT, John, “The Level of Optimal Fines to Prevent Fraud When Reputations Exist and Penalty Clauses are Unenforceable”, 17 *Managerial & Decision Econ.* (1996), pp. 363 y ss.

⁹⁷ Sobre el punto, COX, James D., “Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct”, 60 *Law & Contemp. Probl.* (1997), pp. 21 y ss.; para un análisis formal sobre cómo la asunción de seguros ante responsabilidad civil externaliza el costo del daño y, por tanto, reduce el efecto de disuasión en el responsable, SHAVELL, Steven M., “On Liability and Insurance”, 13 *Bell J. Econ.* (1982), pp. 120 y ss.

⁹⁸ En general BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 797; para un análisis más detallado KRAAKMAN, “Corporate Liability Strategies”, cit. nota n° 69, pp. 867 y ss.; ARLEN/CARNEY, “Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets”, cit. nota n° 41, p. 707; sobre el punto, cfr. también SHAVELL, Steven M., “Criminal Law and the Optimal Use of Nonmonetary Sanctions as a Deterrent”, 85 *Colum. L. Rev.* (1985), pp. 1236 y ss, y CALABRESI/MELAMED, “Property Rules, Liability Rules, and Inalienability”, cit. nota n° 91, pp. 1124 y ss.

⁹⁹ GROSSMAN, Sanford J., “The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality”, 24 *J. Law & Econ.* (1981), p. 470; sobre el punto, cfr. también SPENCE, Michael A., “Consumer Misperceptions, Product Failure, and Producer Liability”, 44 *Rev. Econ. Stud.* (1977), pp. 561 y ss., y AKERLOF, “The Market for “Lemons””, cit. nota n° 3, p. 499; para una discusión en torno a investigaciones empíricas, PRIEST, George L., “A Theory of the Consumer Product Warranty”, 90 *Yale L. J.* (1981), pp. 1305 y ss.; para una aplicación de este enfoque en la regulación del mercado financiero, EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 282 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

La respuesta abre perspectivas interesantes. Por un lado, el efecto económico no parece variar respecto a la regla de responsabilidad; en efecto, en ambos casos la norma grava al operador económico de baja calidad con un costo que en cambio no afecta a aquél de buena calidad, reduciendo así el riesgo de *adverse selection*. Por otra parte, sin embargo, dado que las normas sobre las garantías legales son disponibles por los particulares – más de cuanto lo sean las reglas de responsabilidad (y en la especie: más que aquellas vigentes en la materia en examen)¹⁰⁰ –, el régimen legal puede no resultar aplicable por voluntad de las partes. En todo caso, no se piense que de este modo se vuelve a un equilibrio dominado por la *adverse selection*; pues en un contexto de mercado competitivo en el que operan sujetos concedores de la relación entre garantía y calidad del producto, la propuesta al *partner* contractual de desaplicación del régimen legal constituye, de hecho, una señal que diferencia negativamente al proponente respecto a sus competidores.¹⁰¹ Con todo, el mecanismo para la reducción del riesgo de selección adversa funciona en modo exactamente especular a cuanto acontece en la hipótesis de garantía voluntaria; es decir, mientras en este último caso son los operadores de calidad quienes deben activarse – con la asunción del respectivo costo – para señalar la propia afidabilidad, en la hipótesis de garantía impuesta por una norma, toca a los operadores *low quality* tomar la iniciativa, señalizando de este modo su más reducida confiabilidad y permitiendo por tanto una decisión informada que tiende a realizar una más eficiente distribución de los recursos.¹⁰²

Así las cosas, se comprende fácilmente entonces que el instrumento de la garantía legal aparece como una posible e interesante respuesta al problema que nos ocupa. Lo anterior obviamente sin perjuicio del problema – que será afrontado a continuación – de su concreta configurabilidad en relación al sistema vigente y a las específicas características del fenómeno.

¹⁰⁰ Con referencia al art. 1490 inc. 2 del Código Civil italiano, BENATTI, Francesco, “Le clausole di esonero della responsabilità”, en: *Dig. IV. Sez. Civ. Disc. Priv.*, II, Turín: 1987-1988, p. 398; respecto a la previsión de la inderogabilidad convencional de las reglas de responsabilidad en materia de solicitud de inversión, cfr., ya desde entonces, la sección 14 del *Securities Act* y el parágrafo 48 inc. 1 del *Börsengesetz* alemán.

¹⁰¹ Un orden análogo de consideraciones se puede hallar en el conocido estudio de AYRES, Ian; GERTNER, Robert, “Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules”, 99 *Yale L.J.* (1989), pp. 87 y ss., espec. pp. 95 y ss., el que, en presencia de asimetrías informativas, sugiere combatir posibles conductas estratégicas encaminadas a explotar tales asimetrías imponiendo, a modo de reglas dispositivas, normas dirigidas a regular el problema en el sentido menos favorable para la parte que goza de la información superior, de manera de colocarla en la disyuntiva entre proceder a la *disclosure* o soportar los efectos de la norma desfavorable. Considérese, por ejemplo, la regla sobre la previsibilidad del daño del art. 1225 del Código Civil italiano: en caso que el acreedor tenga mejores informaciones que el deudor respecto a las potenciales consecuencias aparejadas al incumplimiento (para un ejemplo famoso, POSNER, Richard. A., *Economic Analysis of Law*, New York: 1998, pp. 140 y ss.), la aludida norma lo obliga a elegir entre soportar los efectos (proporcionar indemnización en los límites del daño previsible) o bien manifestar las informaciones de que dispone y de las que el deudor está, en cambio, desprovisto.

¹⁰² Para un agudo análisis sobre las potencialidades vinculadas a la opción de las normas dispositivas (*default rules*) con miras a “mitigar los excesos del mercado sin restringir la libertad contractual”, AYRES, Ian, “Default rules for incomplete contracts”, en: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, cit. nota n° 6, I, pp. 585 y ss. (la cita se halla en la p. 589).

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

7.3. El problema de la ejecución de las sanciones y los otros límites posibles.

Siempre en el ámbito de las *penalty rules* – tanto civiles como penales – no faltan sin embargo algunos inconvenientes. Junto a la consideración de los costos vinculados al funcionamiento del aparato público-judicial, el punto de mayor relevancia problemática está constituido por la ejecución de las sanciones. Al respecto, el marco de referencia no es particularmente complejo: según un enfoque clásico,¹⁰³ la eficacia disuasiva de las sanciones a) depende de su entidad, multiplicada por la probabilidad de que se llegue a una condena y b) debe compensarse con el costo necesario para infligir la condena y darle ejecución (*enforcement*). Desde este punto de vista, el instrumento sancionatorio funciona más, cuanto más elevado sea el producto probabilidad de condena/entidad de la sanción y cuanto más reducidos sean los costos de *enforcement*.

En el ámbito de la regulación del mercado financiero, el problema es de particular relevancia en cuanto se consideren algunos factores de los que puede depender en modo significativo la insuficiente efectividad de la sanción. Limitando la atención a los remedios de derecho privado, considérese, por ejemplo, la hipótesis de una sanción contra la falsedad de la información, para la ejecución de la cual el ordenamiento requiera la iniciativa de una parte: dado que para los pequeños inversionistas el costo esperado de una controversia judicial supera normalmente la entidad de las sumas cuya recuperación resulta probable, en los ordenamientos que – como la mayor parte de los sistemas de *civil law* – calculan la indemnización en atención a la disminución patrimonial efectivamente sufrida por el perjudicado, subsisten importantes incentivos para no ir a juicio. De aquí se desprende una correspondiente reducción, a favor del emisor, de la probabilidad de sufrir condena y, a la inversa, la justificación de las previsiones que el derecho federal estadounidense introduce en materia de *class actions*, en las que se reconoce licitud al pacto de *quota litis* entre cliente y abogado (*contingent fees*), y en los que existe la posibilidad de que el juez condene a una indemnización que exceda al perjuicio concretamente causado por el responsable (*punitive damages*).¹⁰⁴

Desde un punto de vista diferente, se deben luego tener presentes las peculiares características del mercado financiero y el sofisticado carácter de su regulación. Los corolarios que de aquí se desprenden presentan implicaciones diversas. Por un lado, la

¹⁰³ A este respecto la cita obligada es BECKER, Gary S., “Crime and Punishment: An Economic Approach”, 76 *J. Pol. Econ.* (1968), pp. 169 y ss., espec. pp. 174 y 176; para un análisis más detallado POLINSKY, Mitchell A.; SHAVELL, Steven, “Public enforcement of law”, en: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, cit. nota n° 6, III, pp. 178 y ss. El enfoque del estudio de Becker es asumido textualmente, con referencia a la represión del *insider trading* y el *agiotaje* [manipulación (ndt.)], en la *Relazione per l'anno 1999*, Roma: 31 marzo 2000, p. 17 y en el respectivo *Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario per l'anno 1999*, Milán: 10 abril 2000, ambos en <http://www.consob.it>.

¹⁰⁴ Sobre el punto, cfr., respectivamente, MILLER, Geoffrey P., “Class actions”, en: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, cit. nota n° 6, I, p. 257; RUBINFELD, Daniel L.; SCOTCHMER, Suzanne, “Contingent fees”, *ivi*, I, p. 419; POLINSKY, Mitchell A.; SHAVELL, Steven, “Punitive Damages: An Economic Analysis”, 111 *Harv. L. Rev.* (1998), pp. 870 y ss.; en general, SHAVELL, Steven, “The Fundamental Divergence between the Private and Social Motive to Use the Legal System”, 26 *J. Legal. Stud.* (1997), pp. 581 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

necesidad de magistrados adecuadamente preparados y rápidos en sus decisiones¹⁰⁵ plantea un problema de balance entre eficacia disuasiva de la sanción y costos de *enforcement*.¹⁰⁶ Por otro lado, el riesgo de errores judiciales vinculados a la complejidad de los fenómenos y de su respectiva regulación, resulta de particular impacto para la efectiva solución del problema generado por las asimetrías informativas; así, allí donde la actividad de *enforcement* sea excesiva o imprecisa, el efecto disuasivo de la sanción resultará proporcionalmente alterado.¹⁰⁷ Considérese, por ejemplo, un sistema judicial que – a causa de un *enforcement* descuidado – tendiese a aplicar la sanción por información falsa cada vez que los resultados trimestrales difieran de las previsiones precedentemente comunicadas al mercado por el emisor; así, en el temor de ser sancionados en cualquier caso (efecto de *overdeterrence*),¹⁰⁸ los emisores de buena calidad tenderían a retirarse del mercado, dejando nuevamente el campo a emisores de mala calidad, para los que no existe particular diferencia entre comunicar noticias verdaderas y noticias falsas, ya que a su respecto resulta tendencialmente idéntica la probabilidad de que la sanción sea impuesta (efecto de *underdeterrence*).¹⁰⁹

8. La ausencia de un modelo óptimo y la necesaria complementariedad de los instrumentos legales. Las sanciones civiles en perspectiva de síntesis.

El reconocimiento de las características (y de los límites) ofrecidos por los específicos remedios permite, a esta altura de la discusión, obtener algunas conclusiones.

En primer lugar, resulta suficientemente clara la ausencia de un modelo que permita resolver de manera óptima el problema generado por la subsistencia de asimetrías informativas, mientras que, por otra parte, cada remedio presenta lagunas que otro instrumento permite colmar.¹¹⁰ Desde esta perspectiva, resulta muy sensata una solución orientada hacia una pluralidad de respuestas al problema, conforme a un modelo en el que

¹⁰⁵ BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, pp. 790 y ss.

¹⁰⁶ BECKER, “Crime and Punishment”, cit. nota n° 103, pp. 180 y ss.

¹⁰⁷ POLINSKY/SHAVELL, “Public enforcement of law”, cit. nota n° 103, p. 183; sobre el punto cfr. también TALLEY, “Disclosure Norms”, cit. nota n° 4, pp. 2003 y ss.

¹⁰⁸ En términos generales, POLINSKY, Mitchell A.; SHAVELL, Steven, “The Optimal Tradeoff between the Probability and Magnitude of Fines”, 69 *Am. Econ. Rev.* (1979), p. 884; DENOZZA, *Norme efficienti*, cit. nota n° 31, pp. 14 y ss.; más en lo específico, CHOI, Stephen J., “Company Registration: Toward a Status Based Antifraud Regime”, 64 *U. Chi. L. Rev.* (1997), p. 575.

¹⁰⁹ EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, pp. 284 y ss.

¹¹⁰ Conciente de esta dificultad y, al mismo tiempo, del diverso grado de profesionalidad de los inversionistas, CHOI, “Regulating Investors Not Issuers”, cit. nota n° 57, pp. 280 y ss., ha propuesto invertir el problema y desplazar la atención desde la disciplina de los emisores a la de los inversionistas: según tal enfoque, estos últimos deberían ser dejados en libertad para contratar con los emisores el nivel de protección deseada, sin perjuicio de una barrera de ingreso constituida por una autorización administrativa comparable a aquella solicitada para el desarrollo de algunas actividades peligrosas. Más allá de la necesidad de precisar en modo más adecuado las condiciones para la obtención de tal licencia, respecto a la propuesta de Choi se ha sostenido, justamente, que los costos administrativos para la gestión de un sistema semejante serían extraordinariamente elevados: KITCH, “Proposals for Reform of Securities Regulation”, cit. nota n° 32, p. 641.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

los específicos remedios desplieguen una función complementaria.¹¹¹ Pero tampoco ello implica que se deba excluir la posibilidad de graduar las formas de intervención; es decir, en un contexto económico en el que los vínculos de reputación y los mecanismos de mercado desempeñan un rol fundamental, favorecido en su operatividad por la acción de *gatekeepers*, la obligación legal de información se configura como instrumento para la corrección de las imperfecciones del mercado y las sanciones como garantes del funcionamiento general del sistema, tanto – y en primer lugar – en una perspectiva de disuasión, como – en *extrema ratio* – en una lógica más directamente represiva.

Siendo evidente que la utilización de una pluralidad de instrumentos conlleva también la suma de los costos respectivos, una conclusión semejante deja obviamente abierto el problema de la eficiencia distributiva general que ofrece un sistema semejante, según una interrogante que, en realidad, parece reducirse a aquella sobre la conveniencia de una *mandatory disclosure*. Si se considera lo que se ha dicho con respecto a la actividad de los *gatekeepers*, no es de hecho difícil hacer ver que la información obligatoria en sede de solicitud a la inversión puede resultar redundante respecto a cuanto – a causa de la actividad de revisores y *underwriters* o de la presencia estable del emisor en el mercado – debería resultar ya conocido e incorporado en el precio de oferta. Sin mencionar, además, aquellas situaciones en las que, a causa de las reducidas dimensiones de la solicitud o por las características profesionales de los destinatarios, los beneficios esperados de la *disclosure* al público resultan ampliamente inferiores a los respectivos costos. La conclusión que se puede obtener al respecto – es decir, la conveniencia de reglas sobre la *mandatory disclosure* suficientemente flexibles en atención a las específicas tipologías¹¹² – no es por lo demás desconocida en los ordenamientos vigentes. La inaplicabilidad de la normativa de la solicitud a la inversión respecto a ofertas dirigidas a sujetos profesionalmente calificados [en Italia: art. 100 a) t.u.f.; en los Estados Unidos: sección 4(2), *Rule 505* y *Rule 506 Securities Act*; a nivel europeo: art. 3 inc. 2° a) y b) de la Propuesta de directiva europea sobre el prospecto COM(2001) 280] o bien limitada en el importe y/o en los destinatarios [en Italia: art. 100 b) y c) t.u.f.; en los Estados Unidos: *Regulation D* y *Regulation A* de la *Securities Act*; a nivel europeo: art. 3 inc. 2° c) de la Propuesta de directiva europea sobre el prospecto COM(2001) 280], así como la exención de la obligación de prospecto para los *seasoned issuers* [en Italia: art. 5, inc. 4 y 6 del

¹¹¹ En el mismo sentido BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions”, cit. nota n° 4, p. 803; EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure*, cit. nota n° 1, p. 284; KRAAKMAN, “Gatekeepers”, cit. nota n° 69, p. 99, sobre el particular, cfr. también CHOI, “Market Lessons for Gatekeepers”, cit. nota n° 69, pp. 920 y 958; en el sentido que en un mercado financiero sano “a las sanciones previstas por la norma, se agrega, la (más eficaz) pérdida de reputación, *name-shame*, inflingida por el mercado”, cfr. el *Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario per l'anno 2000*, Milán: 5 abril 2001, p. 24, en <http://www.consob.it>. Por otra parte, para la opinión según la cual el actual debate en Estados Unidos sobre la *mandatory disclosure* demuestra que “la ambición de una reglamentación del mercado carece de realismo”, de manera que se trata de volver a considerar las *securities transactions* “como una de las tantas formas de negociación comercial ... que deben entregarse – con mayor beneficio – a las prácticas contractuales de las partes”, KITCH, “Proposals for Reform of Securities Regulation”, cit. nota n° 32, p. 649.

¹¹² En el sentido, en cambio, que la necesidad de favorecer sistemas que dejen actuar a las dinámicas de mercado, aunque con la cautela impuesta por la necesidad de un análisis más profundo, CARNEY, William J., “Jurisdictional Choice in Securities Regulation”, 41 *Va. J. Int'l L.* (2001), pp. 718 y ss.

PERRONE, Andrea. “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”.

Polít. Crim. N° 7, 2009, A7-7, pp. 1-27

[http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf]

Reglamento de Emisores; en los Estados Unidos: *Form S-3 Securities Act*],¹¹³ son el resultado de la conciencia de esta necesidad por parte del regulador de los mercados.

En fin, del análisis comparativo de los específicos instrumentos idóneos para hacer frente al riesgo de selección adversa, emerge la centralidad del remedio sancionatorio; en efecto, idóneo para colmar las insuficiencias de los vínculos de reputación y de mercado, resulta además muy relevante para incentivar un correcto funcionamiento de las *gatekeeping strategies*, y un económico disuasivo contra la falsedad de las informaciones entregadas al mercado. Referible indiferentemente tanto a las sanciones civiles como a las penales, la argumentación se vuelve aún más interesante si se concentra en los remedios de carácter privado; en efecto, lo observado en materia de efectos económicos de responsabilidad y garantía, los frecuentes reclamos de la autoridad de vigilancia con respecto a las dificultades de *enforcement* de las sanciones penales,¹¹⁴ y las respuestas de derecho comparado, son todos elementos que destacan el rol crucial de tales instrumentos y, al mismo tiempo, razones que justifican un estudio directo destinado a indagar la estructura dogmática, las implicaciones de la normativa y los efectos económicos de tales remedios. Todo ello, con la realista conciencia – sirve recordarlo tras el análisis hasta aquí realizado – de la reformabilidad de todo resultado¹¹⁵ y de la imposibilidad, incluso para el jurista, de construir “sistemas tan perfectos que nadie tenga ya la necesidad de ser bueno”.¹¹⁶

¹¹³ Para una introducción a la regulación estadounidense, COX/HILLMAN/LANGEVOORT, *Securities Regulation*, cit. nota n° 21, pp. 383 y ss., 401 y ss. y 440 y ss.; el realce del objetivo de “flexibilidad y simplificación” perseguido por la Consob con la regulación indicada en el texto, *Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario per l’anno 1998*, Milán: 12 abril 1991, p. 31, en <http://www.consob.it>.

¹¹⁴ *Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario per l’anno 1998*, cit. nota n° 113, p. 40 y ss.; *Relazione per l’anno 1999* y el respectivo *Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario per l’anno 1999*, cit. nota n° 103, pp. 17 y ss. y 32 y ss.

¹¹⁵ CALABRESI, *The Cost of Accidents*, cit. nota n° 93, pp. 18 y ss.

¹¹⁶ ELIOT, T.S., *Choruses from “The Rock”*, Londres: 1963, p. 174.