

## ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA HIPÓTESIS DE MERCADOS DE CAPITALES EFICIENTES

*Gabriel E. Messina*

*The most significant fact about this system  
is the economy of knowledge with which it operates,  
or how little the individual participants need to  
know in order to be able to take the right action<sup>1</sup>*

### 1. INTRODUCCIÓN

El propósito del presente trabajo es acercar algunas ideas y conceptos que permitan reflexionar sobre esta importante hipótesis tomada en numerosas oportunidades como supuesto implícito de numerosos estudios. Sin embargo, y a diferencia de la controversia que ha generado en la doctrina extranjera<sup>2</sup>, en nuestro país presenta un escaso desarrollo.

Tal vez pueda estimarse que el análisis de la hipótesis de mercados de capitales eficientes -también conocida por las siglas ECMH (efficient capital market hypothesis)- es un asunto eminentemente teórico. Sin embargo, consideramos que tiene importantes implicancias a nivel práctico<sup>3</sup>. Estimamos que resulta

---

<sup>1</sup> Hayek, Friedrich. “The use of knowledge in society”. *The American Economic Review*, Volume 35, Number 4 (1945). Pág. 526/527.

<sup>2</sup> “The debate over whether capital markets are indeed efficient is ongoing”. Sitkoff, Robert H. “Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency”. *Law & Economics Working Papers 03-014*. Nota al pie N° 9, Pág. 6. [http://repository.law.umich.edu/law\\_econ\\_archive/art20](http://repository.law.umich.edu/law_econ_archive/art20)

<sup>3</sup> “The efficient market hypothesis has a strong presence in the contemporary culture of securities regulation”. Langevoort, Donald. “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited” *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 140 (1992). Pág. 851. También: “Perhaps the clearest indication of this assimilation is that the 1994 Uniform Prudent Investor Act, which fully embraces modern portfolio theory and the ECMH, has been adopted in at least 40 states and the District of Columbia”. Sitkoff, Robert H. “Trust Law,

esencial el análisis de esta teoría ya que constituye el marco conceptual para el debate sobre la regulación del mercado de capitales<sup>4</sup>.

Sin ir más lejos, los estudios empíricos (virtualmente inexistentes en nuestro ámbito) difícilmente se detienen a examinar esta fundamental condición y la toman, a lo sumo, como un supuesto implícito.

El propósito de la corporación también encontrará relación con esta hipótesis en cuanto se afirme, por ejemplo, que constituye la maximización de la

---

Corporate Law, and Capital Market Efficiency”. Law & Economics Working Papers 03-014. Pág. 21/22 [http://repository.law.umich.edu/law\\_econ\\_archive/art20](http://repository.law.umich.edu/law_econ_archive/art20). En opinión contraria podemos citar: “First, the efficiency of a market matters to the law only occasionally -and then only in small areas- unless there are radical changes in the law’s posture toward “unwise” bargains and the like”. Levmore, Saul. “Efficient Markets and Puzzling Intermediaries”. Virginia Law Review, Volume 70, Pág. 649.

<sup>4</sup> “The efficient market hypothesis (EMH) has implications for investors and for firms:

- Because information is reflected in prices immediately, investors should only expect to obtain a normal rate of return. [...]
- Firms should expect to receive fair value for securities that they sell. Fair means the price they receive from issuing securities is the present value. Thus, valuable financing opportunities that arise from fooling investors are unavailable in efficient capital markets”. Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey. “Corporate Finance” en “Foundations of Corporate Law”. Romano, Roberta (ed). LexisNexis, Second Edition. Pág. 53.

riqueza, del valor accionario<sup>5</sup> o el de la empresa<sup>6</sup>. También revestirá importancia para las operaciones de toma de control<sup>7</sup> y el gobierno corporativo<sup>8</sup>.

En términos generales se podría afirmar que el debate sobre la regulación (o más bien desregulación) del mercado de valores encuentra explicación a través de la posición que se asuma en torno a la hipótesis de mercado de capitales eficiente<sup>9</sup>. A modo de ejemplo, el tratamiento legal que pretendamos dispensar a la divulgación obligatoria o la utilización de información privilegiada dependerá en gran medida de la opinión que tengamos sobre la ECMH<sup>10</sup>. Y aunque no se

---

<sup>5</sup> “Por tanto, la hipótesis de mercados eficientes tiene diversas implicaciones para la financiación empresarial. En primer lugar, no existe ambigüedad respecto a la función objetivo de la empresa: es preciso maximizar su valor actual de mercado”. Azofra Palenzuela, Valentín; Fernández Álvarez, Ana. “Evolución reciente de la moderna teoría financiera”. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, N° 7 (1992). En este sentido encontramos: Schneider, Lorena. “La maximización del valor accionario y el gobierno corporativo”. XII Congreso Argentino de Derecho Societario y VIII Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa (Buenos Aires, 2013). Pág. 149.

<sup>6</sup> “...considerada como contrato, el objetivo de la sociedad debe ser el que las partes hayan establecido en el mismo y, presuntivamente, es decir, salvo que los socios digan otra cosa en los estatutos, maximizar la rentabilidad de las inversiones realizadas por los socios (arts. 1665 CC y 116 ss. y 133 C de c, en particular) o, lo que es lo mismo, maximizar el valor de la empresa a largo plazo”. Alfaro Águila Real, Jesús. “El interés social y los deberes de lealtad de los administradores”, AFDVAM 20 (2016).

<sup>7</sup> “While efficient capital market theory has many implications for securities regulation, including certain aspects of tender offer regulation...”. Daniel R. Fischel. “Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers,” *Texas Law Review* 57 (1978). Pág. 4.

<sup>8</sup> “The debate, therefore, is over the premise whether the ECMH is a good model of reality and, accordingly, whether its implications for corporate governance hold”. Sitkoff, Robert H. “Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency”. *Law & Economics Working Papers* 03-014. Pág. 10. [http://repository.law.umich.edu/law\\_econ\\_archive/art20](http://repository.law.umich.edu/law_econ_archive/art20). También: “The notion that securities prices mirror economic value has had a tremendous influence on the modern business world, shaping basic beliefs about the best way to measure and promote good corporate governance”. Stout, Lynn A. “The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance”. *Cornell Law Faculty Publications*. Paper 450 (2003). Pág. 638/639.

<sup>9</sup> “The reason is that the ECMH had moved beyond the academic community beginning in the 1970s, and has played a prominent role in the larger world political debate and regulatory reform ever since. One or another interpretation of the ECMH has influenced regulatory policy for well over thirty years”. Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “Market efficiency after the financial crisis: it’s still a matter of information costs”. *Virginia Law Review*, Volume 100, Issue 2 (2014). Pág. 315.

<sup>10</sup> “It is unsatisfying simply to say that if the critics of market efficiency are right, then those aspects of securities law (or securities law scholarship) that rely on strong effi-

concuere en absoluto con esta teoría, tal vez se sirva de ayuda para la detección y reducción de fricciones en el mercado <sup>11</sup>.

Por último, la evolución de esta teoría económica nos permite visualizar el recorrido paralelo que ha tenido la regulación <sup>12</sup>, en ese arbitraje intelectual<sup>13</sup> entre ciencias que tantas veces se presenta en Derecho y Economía (o *Law and Economics*).

De este modo, resulta esencial desarrollar –aunque sea brevemente– algunos conceptos que hacen a la cuestión <sup>14</sup>.

## 2. La hipótesis de mercados de capitales eficientes

Desde que Eugene Fama (1970) acuñara el término de eficiencia de mercado <sup>15</sup>, los alcances e implicaciones teóricas y políticas del mismo han sufrido devenires de todo tipo <sup>16</sup>. En ese entonces se entendió como mercado eficiente aquel en el que los precios reflejaban toda la información disponible.

---

ciency claims are wrong”. Langevoort, Donald. “Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation”. *Northwestern University Law Review*, Forthcoming. Pág. 5. <https://ssrn.com/abstract=305241>

<sup>11</sup> “...we have argued that the ECMH, properly understood, can help to locate and reduce market frictions even if it cannot prevent market bubbles”. Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “Market efficiency after the financial crisis: it’s still a matter of information costs”. *Virginia Law Review*, Volume 100, Issue 2 (2014). Pág. 351/352.

<sup>12</sup> “Among other things, then, this is a study in the intellectual history of securities regulation, of how and why social-scientific theories become embedded in positive norms”. Langevoort, Donald. “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited” *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 140 (1992). Pág. 855.

<sup>13</sup> Picker, Randal C. “Law and Economics: Intellectual Arbitrage”. *Loyola Law Review* Volume 27, Number 1. Pág. 127.

<sup>14</sup> “Definir qué se entiende por un mercado eficiente es fundamental, ya que dicha definición es el punto de partida para determinar cómo testear si los mercados son eficientes, y en última instancia, que implicancias de política se desprenderán del análisis de éstos”. Harding, Martín. “Eficiencia de mercado y regulación financiera: el nuevo paradigma y una aplicación al caso chileno”. Pág.9. [http://www.cybertesis.uchile.cl/tesis/uchile/2011/ec-harding\\_a/pdfAmont/ec-harding\\_a.pdf](http://www.cybertesis.uchile.cl/tesis/uchile/2011/ec-harding_a/pdfAmont/ec-harding_a.pdf)

<sup>15</sup> “With the publication of Eugene Fama’s famous review article in 1970, the idea of an efficient securities market achieved the status of stylized fact among economists and finance theorists”. Stout, Lynn A. “The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance”. *Cornell Law Faculty Publications*. Paper 450 (2003). Pág. 666.

<sup>16</sup> “The literature is now so large that a full review is imposible...”. Fama, Eugene. “Efficient Capital Markets: II”. *The Journal of Finance* Volume 46, Number 5 (Dec., 1991). Pág. 1575.

Inicialmente se propuso testear la hipótesis de acuerdo a la clase de información suministrada<sup>17</sup>. Ello derivó en que los autores distinguieran a los mercados en diferentes versiones: fuerte, semi fuerte y débil<sup>18</sup>.

De este modo, un mercado es eficiente en el sentido débil cuando los precios reflejan toda la información histórica relevante. Bajo el supuesto de agentes neutrales al riesgo, este subtipo de eficiencia es equivalente a decir que la serie de rendimientos constituye un paseo aleatorio, lo cual hace imposible la predicción de los rendimientos basados en datos históricos<sup>19</sup>.

Un mercado es eficiente en el sentido semi-fuerte cuando los precios reflejan toda la información evidentemente pública. De este modo se deriva que todo mercado eficiente en sentido semi-fuerte es también eficiente en sentido débil, ya que la serie histórica de precios es un subconjunto de información pública. En este contexto, no se pueden obtener retornos anormales utilizando toda la información pública disponible<sup>20</sup>.

Un mercado es eficiente en sentido fuerte cuando los precios reflejan toda la información existente, tanto pública como privada. Es decir, no se pueden obtener retornos anormales producto de acceso monopolístico a información privada. Fama señaló como condición suficiente para la versión fuerte que toda la información esté disponible libre de costos adquisición y no existan costos de transacción<sup>21</sup>. Tal afirmación suscitó una crítica. Si partimos del supuesto

---

<sup>17</sup> “The 1970 review divides work on market efficiency into three categories: (1) weak-form tests (How well do past returns predict future returns?), (2) semi-strong-form tests (How quickly do security prices reflect public information announcements?), and (3) strong-form tests (Do any investors have private information that is not fully reflected in market prices?)”. Fama, Eugene. “Efficient Capital Markets: II”. *The Journal of Finance* Volume 46, Number 5 (Dec., 1991). Pág. 1576.

<sup>18</sup> Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey. “Corporate Finance” en “Foundations of Corporate Law”. Romano, Roberta (ed). Pág. 56.

<sup>19</sup> “Most simply the theory of random walks implies that a series of stock price changes has no memory – the past history of the series cannot be used to predict the future in any meaningful way. The future path of the price level of security is no more predictable than the path of a series of cumulated random numbers”. Fama, Eugene. “Random Walks in Stock Market Prices” en “Economics of Corporation Law and Securities Regulation”. Posner, Richard; Scott, Kenneth. Little, Brown and Company, Boston, 1980. Pág. 158.

<sup>20</sup> “Finally, the goal of many money managers and institutional investors to beat the averages in the long run is impossible: An investor can only do as well as the market as a whole”. Hamilton, Robert; Booth, Richard. *Corporation Finance. Cases and Materials*. American Casebook Series. West Group, 3rd Edition, 2001. Pág. 37.

<sup>21</sup> “A precondition for this strong version of the hypothesis is that information and trading costs, the costs of getting prices to reflect information, are always 0...”. Fama, Eugene.

de que la información es costosa y los mercados son eficientes, entonces nadie tendrá incentivos para incurrir en el costo de adquirir información. En igual situación se encontrarían quienes pretendan arbitrar, ya que no obtendrían ningún retorno producto de sus costosas operaciones. Será más rentable y, por ende, un comportamiento racional, esperar a que los precios reflejen toda la información disponible<sup>22</sup>.

De este modo, en una formulación más moderna de la teoría, se afirma que en un mercado eficiente los precios reflejan toda la información hasta el punto en que los costos marginales de conseguir nueva información son iguales a los beneficios marginales de obtenerla<sup>23</sup>. Como puede observarse, esta noción económicamente más plausible, reconoce que no todos los agentes tienen acceso homogéneo a la información y que existen costos para adquirirla.

Aquí cabe realizar una importante aclaración: al hablar de la ECMH podemos hacer referencia tanto a eficiencia informativa como fundamental.

El concepto de eficiencia de la información puede entenderse en relación a la velocidad con la que los precios responden a la información por lo que deberá analizarse en términos relativos, es decir, que los precios responderán a la información con mayor o menor rapidez<sup>24</sup>. En cambio, los mercados serán eficientes en el sentido de valor fundamental cuando los precios de las acciones responden a la información disponible no solo rápidamente sino también en forma precisa, de modo que los precios del mercado reflejen las mejores estimaciones posibles,

---

“Efficient Capital Markets: II”. *The Journal of Finance* Volume 46, Number 5 (Dec., 1991). Pág. 1575.

<sup>22</sup> “If competitive equilibrium is defined as a situation in which prices are such that all arbitrage profits are eliminated, is it possible that a competitive economy always be in equilibrium? Clearly not, for then those who arbitrage make no (private) return from their (privately) costly activity. Hence the assumptions that all markets, including that for information, are always in equilibrium and always perfectly arbitrated are inconsistent when arbitrage is costly. Grossman, Sanford; Stiglitz, Joseph. “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”. *The American Economic Review*, Volume 70, Number 3 (Jun., 1980). Pág. 393.

<sup>23</sup> “A weaker and economically more sensible version of the efficiency hypothesis says that prices reflect information to the point where the marginal benefits of acting on information (the profits to be made) do not exceed the marginal costs (Jensen (1978))”. Fama, Eugene. “Efficient Capital Markets: II”. *The Journal of Finance* Volume 46, Number 5 (Dec., 1991). Pág. 1575.

<sup>24</sup> “Depending on the level of frictions, market prices would reflect different kinds of information with greater or less “relative efficiency.”. Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “Market efficiency after the financial crisis: it’s still a matter of information costs”. *Virginia Law Review*, Volume 100, Issue 2 (2014). Pág. 327.

a la luz de toda la información disponible, de los valores en términos de riesgos y rendimientos esperados.

A pesar de esta diferenciación entre eficiencia de la información y fundamental<sup>25</sup>, con frecuencia estos conceptos se encuentran estrechamente relacionados<sup>26</sup>. La eficiencia informacional será indispensable para intentar alcanzar una eficiencia fundamental<sup>27</sup>.

Por otra parte, la ECMH no está exenta de críticas. Desde su formulación original ha sido puesta en duda teórica y empíricamente.

En la actualidad el principal enfoque alternativo proviene de las finanzas conductuales. En una impropia simplificación, trataremos de resumir uno de sus principales argumentos contra la ECMH. Si los agentes no son racionales<sup>28</sup>, o si los sesgos cognitivos<sup>29</sup> hacen imposible garantizar que se realizarán las ope-

---

<sup>25</sup> Criticando esta diferenciación encontramos a Stout: “Fundamental value efficiency is a theoretical rabbit pulled out of a hypothetical hat”. Stout, Lynn A. “The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance”. Cornell Law Faculty Publications, Paper 450 (2003). Pág. 650

<sup>26</sup> “We argue in this Article that informational efficiency and fundamental efficiency are related: Even if we cannot observe fundamental efficiency, we can with confidence predict that making prices more informationally efficient will move them in the direction of fundamental efficiency. Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “Market efficiency after the financial crisis: it’s still a matter of information costs”. *Virginia Law Review*, Volume 100, Issue 2 (2014). Pág. 317.

<sup>27</sup> “Se subraya así, un salto teórico enorme que muchas veces se pasa por alto: para que un mercado sea eficiente en el sentido de Pareto, primero debe serlo informacionalmente; no obstante, no es necesariamente cierto que un mercado eficiente en el sentido de Fama lo es automáticamente en el sentido de Pareto”. Uribe Gil, Jorge Mario; Ulloa Villegas, Inés María. “Revisando la hipótesis de los mercados eficientes: nuevos datos, nuevas crisis y nuevas estimaciones”. *Cuad. Econ.* vol. 30, no. 55. [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0121-47722011000200007](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0121-47722011000200007)

<sup>28</sup> “Conventional efficient market theory, like economic theory in general, subscribes to a model of human behavior that might be described as the homo economicus model”. Stout, Lynn A. “The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance”. Cornell Law Faculty Publications, Paper 450 (2003). Pág. 660.

<sup>29</sup> “If their cognitive biases are systematic enough, they will have an impact on prices that is not arbitrated away”. Langevoort, Donald C. “Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation”. *Northwestern University Law Review*, Forthcoming. Pág. 11. <https://ssrn.com/abstract=305241>

raciones de arbitraje<sup>30</sup> entonces no habría razones para pensar que los mercados tenderán a autoequilibrarse<sup>31</sup>.

Los ataques provenientes de las finanzas conductuales llevaron a los defensores de la ECMH señalar que incluso si los tests que la avalaban tenían poca potencia estadística, no existía una teoría alternativa que la pudiera reemplazar<sup>32</sup>, es decir, que la ECMH resultaba la mejor teoría disponible para explicar el comportamiento de los mercados<sup>33</sup>. Afirmación que constituye el principal desafío para este enfoque de las finanzas conductuales.

### 3. Implicancias de la hipótesis de mercados de capitales eficientes

Una mayor eficiencia del mercado parece ser uno de los fines buscados por el regulador. Sin embargo, y como señaláramos, los aportes de la economía conductual ponen en duda si tal objetivo puede ser alcanzado. Y, de ser alcanzable, surge el interrogante sobre los medios a ser utilizados.

---

<sup>30</sup> “Nor can arbitrageurs be counted on, since not only is arbitrage a risky business but also because to do effective arbitrage requires there to be close substitutes for the thing being arbitrated and there are not always close (and hardly ever perfect) substitutes for securities. Cunningham, Lawrence A. “Behavioral Finance and Investor Governance”. Washington & Lee Law Review, Volume 59, 2002. Pág. 12/13. <https://ssrn.com/abstract=255778>.

<sup>31</sup> “The evidence regarding excess volatility seems, to some observers at least, to imply that changes in prices occur for no fundamental reason at all, that they occur because of such things as “sunspots” or “animal spirits” or just mass psychology”. Shiller, Robert J. “From Efficient Market Theory to Behavioral Finance” (October 2002). Cowles Foundation Discussion Paper No. 1385. Pág. 22. <https://ssrn.com/abstract=349660>

<sup>32</sup> “In contrast, the highly erratic and contextual incidence of cognitive failures make it difficult, if not impossible, to construct an alternative model of human behavior that has the elegance and power of that paradigm to generate hypotheses and predictions that can be subjected to empirical testing”. Langevoort, Donald. “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited” University of Pennsylvania Law Review, Volume 140 (1992). Pág. 861.

<sup>33</sup> De Bondt y Thaler (1994) señalan que otro argumento en defensa de la racionalidad subyacente en la ECMH es el que podríamos denominar como “*as if*” de Friedman (1953): “Friedman argues that theories should be judged not on the basis of their assumptions but rather on the validity of their predictions”. De Bondt, Werner F.; Thaler, Richard H. “Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective”. NBER Working Paper N° 4777. Pág. 2.



En este sentido, adquiere relevancia el análisis de los mecanismos de transmisión de información al mercado<sup>34</sup>. Aunque no resulte posible en esta instancia siquiera enumerar cada una de esas vías, señalaremos una característica fundamental que hace al sistema: los costos de información determinarán la eficiencia del mercado (junto con la distribución inicial de información)<sup>35</sup>.

En esta oportunidad nos limitaremos a señalar algunas posturas que se presentan en torno a dos herramientas: la divulgación obligatoria y la utilización de información privilegiada.

Cabe aclarar que las dos discusiones de política regulatoria que siguen sólo pretenden ilustrar la utilidad de un marco analítico<sup>36</sup>. No proporcionan una consideración exhaustiva de problemas específicos ni intentan aportar soluciones definitivas.

### 3.1. La divulgación obligatoria

Un régimen regulatorio basado en la divulgación de información debe tener una teoría explícita o implícita sobre el valor de la revelación. Teniendo presente que la transparencia del mercado es una condición necesaria para su eficiencia, no pretendemos poner en duda los beneficios generados por la información<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Sobre este tema resulta ineludible el artículo de Gilson y Kraakman *The Mechanisms of Market Efficiency* (Virginia Law Review, Volume 70, Number 4). Al respecto se ha dicho: “Gilson and Kraakman’s Mechanisms of Market Efficiency is part of the canon of modern corporate law scholarship, one of a handful of articles that has profoundly influenced the way we think about the field”. Langevoort, Donald. “Foreword: Revisiting Gilson and Kraakman’s Efficiency Story”. *Journal of Corporation Law*, Volume 28. Pág. 499. <http://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/143/>

<sup>35</sup> “The lower the cost of information, the wider its distribution, the more effective the operative efficiency mechanism and, finally, the more efficient the market”. Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”. *Harvard Law and Economics Disc. Paper Number 446*. Pág. 2.

<sup>36</sup> “If the law is built on either a strong vision of efficiency or a strong vision of inefficiency, then we face a serious risk of error if the assumption turns out to be inaccurate”. Langevoort, Donald C. “Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation”. *Northwestern University Law Review*, Forthcoming. Pág. 23. <https://ssrn.com/abstract=305241>

<sup>37</sup> “Making markets more informationally efficient is also likely to nudge their prices in the direction of fundamental efficiency regardless of valuation models”. Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “Market efficiency after the financial crisis: it’s still a matter of information costs”. *Virginia Law Review*, Volume 100, Issue 2 (2014). Pág. 325/326

Sin embargo, deberemos evitar identificar a aquellos beneficios con los que puede producir la información *obligatoria*.

En lo principal, esta herramienta regulatoria parece explicarse de tres maneras interrelacionadas. Primero, los inversores tomarán mejores decisiones si pueden considerar información relevante que de otro modo no sería divulgada. Segundo, la información requerida puede hacer que los precios de las acciones reflejen mejor el valor de la empresa subyacente, mejorando así la eficiencia fundamental. Y tercero, se sostiene que el fraude será disuadido porque “la luz solar es el mejor de los desinfectantes”<sup>38</sup>.

De este modo, el deber de suministrar información parece ser uno de los instrumentos regulatorios favoritos<sup>39</sup> tanto en nuestro país como en el exterior<sup>40</sup>. Pero las reglas sobre divulgación parecieran no tomar en consideración el rol del mercado y la información contenida en el precio.

Mientras que los operadores realicen sus análisis en busca de oportunidades de inversión, el precio de mercado podrá reflejar toda la información pública disponible. En otras palabras, la presencia de asimetrías<sup>41</sup> en la información no genera automáticamente la necesidad de regular<sup>42</sup>.

Por otra parte, aunque pueden encontrarse artículos que reconocen la existencia de costos, generalmente se da como un hecho que éstos serán insignificantes o, en todo caso, superados ampliamente por los beneficios generados por la divulgación. Sin embargo, el estudio sobre esta herramienta ha sido particularmente esquivo a una perspectiva cuantitativa. Dicha situación probablemente

---

<sup>38</sup> Manne, Geoffrey. “The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure”. *Alabama Law Review*, Volume 58 (2007). Pág. 475. <https://ssrn.com/abstract=921667>

<sup>39</sup> “Disclosure is lawmakers’ favorite technique not only in financial regulation, but ubiquitously”. Ben-Shahar, Omri; Schneider, Carl E. “The Futility of Cost Benefit Analysis in Financial Disclosure Regulation”. *Coase-Sandor Institute for Law & Economics Working Paper No. 680*, 2014. Pág. 1.

<sup>40</sup> “Academics have paid considerable deference to mandatory disclosure as a solution to myriad problems of corporate governance”. Manne, Geoffrey. “The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure”. *Alabama Law Review*, Volume 58 (2007). Pág. 473 <https://ssrn.com/abstract=921667>

<sup>41</sup> “One cannot leap with the difficulties of a market with asymmetric information to the conclusion that there is need for regulation”. Easterbrook, Frank; Fischel, Daniel. “The economic structure of corporate law”. *Harvard University Press*, 1996. Pág. 280.

<sup>42</sup> “A finding of market inefficiency should not decide this issue, because the decision to regulate must consider not only the benefits but also the costs of regulation”. Levmore, Saul. “Efficient Markets and Puzzling Intermediaries”. *Virginia Law Review*, Volume 70. Pág. 656.

halle explicación en la dificultad que se presenta para comprobar o cuantificar los beneficios concretos que trae aparejada la divulgación obligatoria de información. Incluso se ha afirmado que, de realizarse un metódico análisis de costo-beneficio, sólo una fracción de la información requerida sería obligatoria<sup>43</sup>. Las razones radicarían en que no sólo los beneficios resultan significativamente menores a lo que generalmente se asume<sup>44</sup> sino también que los costos pueden ser más elevados de lo que se piensa<sup>45</sup>. También, podría afirmarse que, aunque sea generada y entregada sin costo, los inversores deberán interpretarla invirtiendo su tiempo (el que por cierto es costoso)<sup>46</sup>.

En esta línea de argumentación, podría sumarse el llamado “problema de la acumulación”. Éste hace referencia a que el costo de la divulgación debe ser medido en relación a la reducción en efectividad (y atención) al resto de información suministrada<sup>47</sup>. En otras palabras, la información compite por la atención de los agentes<sup>48</sup> por lo que, si bien es beneficiosa, no debería hacernos asumir que una mayor cantidad será necesariamente mejor<sup>49</sup>. Los verdaderos beneficia-

---

<sup>43</sup> “We argue that were cost benefit analysis done methodically, only a diminutive fraction of the thousands of disclosures now required would be mandated”. Ben-Shahar, Omri; Schneider, Carl E. “The Futility of Cost Benefit Analysis in Financial Disclosure Regulation”. Coase-Sandor Institute for Law & Economics Working Paper No. 680, 2014. Pág. 3.

<sup>44</sup> “Information’s benefits are so well accepted that they are often assumed to exceed mandates’ costs”. Ben-Shahar, Omri; Schneider, Carl E., ob. cit., Pág. 4.

<sup>45</sup> “Disclosure is costly, and at some point the costs exceed the benefits of increased disclosure”. Easterbrook, Frank; Fischel, Daniel. “The economic structure of corporate law”. Harvard University Press, 1996. Pág. 257

<sup>46</sup> “Information is far from free even when given away for free. Those who receive the information must spend time digesting it, and this time is lost to other uses. Investors’ time is costly. Easterbrook; Fischel, ob. cit., Pág. 287.

<sup>47</sup> “A related criticism of expansive disclosure regulations is that users of information (including regulators as well as investors) are constrained— boundedly rational—in their ability to know what information is useful to them and how to use the information they receive to make optimal decisions”. Manne, Geoffrey, *The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure*. Alabama Law Review, Volume 58 (2007). Pág. 508. <https://ssrn.com/abstract=921667>

<sup>48</sup> “The negative externality—the reduced effectiveness of other disclosures, depends on *n* — the number of disclosures people get. When it is high, any incremental attention to each disclosure is offset by the reduced attention to other disclosures”. Ben-Shahar, Omri; Schneider, Carl E. “The Futility of Cost Benefit Analysis in Financial Disclosure Regulation”. Coase-Sandor Institute for Law & Economics Working Paper No. 680, 2014. Pág. 13.

<sup>49</sup> “One must be careful to avoid the fallacy that if some information is good, more must be better. [...] Whether investors benefit by more information depends on whether the marginal benefits of increments of knowledge exceed the marginal costs”. Easterbrook,

rios de esta herramienta parecen ser los operadores del mercado que ven reducidos sus costos al obtener información colectivizada a través de la imposición<sup>50</sup>.

Por último, y desde una perspectiva conductual, se critica la afirmación de la ECMH por la cual los precios se comparten *como si* todos los inversores conocieran la información ya que en realidad no todos pueden estar al tanto de ella<sup>51</sup>.

En consecuencia, notamos que se presenta una situación un tanto paradójica. Aun partiendo de diferentes postulados, ambas teorías se muestran escépticas de la eficiencia de este instrumento regulatorio<sup>52</sup> ya que en ninguno de los dos casos compensaría la asunción de los costos<sup>53</sup>.

---

Frank; Fischel, Daniel. "The economic structure of corporate law". Harvard University Press, 1996. Pág. 299.

<sup>50</sup> "This observation leads us to a simple hypothesis about which market participants benefited most from mandatory disclosure. In 1934 as well as today, the most likely potential winners from such disclosure were, and are, members of the professional trading community". Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. "The mechanism of Market Efficiency". *Virginia Law Review*, Volume 70, Number 4 (May, 1984). Pág. 638.

<sup>51</sup> "Thus the fact that information may be "public" does not necessarily imply that all investors are actually aware of it. How, then, can market prices behave as if all investors know the information?". "The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance". Cornell Law Faculty Publications, Paper 450 (2003). Pág. 652. También: "The idea here is that if all sensitive disclosure is forced into public channels, then noise traders will compete with the professionals in defining the all-important initial reaction to the news. The overconfidence and lack of sophistication that so many retail investors bring to this task will result in mindless and erratic price movements only partially countered by the smart Money". Langevoort, Donald C. "Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation". *Northwestern University Law Review*, Forthcoming. Pág. 40. <https://ssrn.com/abstract=305241>

<sup>52</sup> "As applied to U.S. capital markets, behavioral economics appears to offer little or no support for the mandatory regime. Indeed, behavioral economics appears to argue for (perhaps gradual) deregulation". Bainbridge, Stephen Mark. "Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis". *University of Cincinnati Law Review*, Volume 68, Summer 2000. Pág. 42. <https://ssrn.com/abstract=329880>. Cabe aclarar que el autor admite que el sistema obligatorio podría estar justificado en los países emergentes.

<sup>53</sup> "Just as efficiency-based reasoning sometimes teaches that regulation is unnecessary, reasoning based on the sources of inefficiency sometimes teaches that exactly the same form of regulation is unhelpful or irrelevant. In either case it is not worth the costs". Langevoort, Donald. "Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited" *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 140 (1992). Pág. 881.

### 3.2. Utilización de información privilegiada

En nuestro país el insider trading se encuentra prohibido y resulta pacífica dicha postura<sup>54</sup>. Entre los fundamentos para aplicar esta sanción<sup>55</sup> se menciona el de equidad o justicia<sup>56</sup> (que no será tratado en el presente trabajo) como también que esta conducta menoscaba la transparencia del mercado<sup>57</sup>. Al aumentar las asimetrías en la información, el uso de información privilegiada reduce la inversión y, por lo tanto, deprime la participación y liquidez del mercado.

Sin embargo, encontramos autores que abogan por la legalización de esta práctica<sup>58</sup>. Afirman que resulta un mecanismo adecuado para alinear los incentivos de principales y agentes, sirviendo como un método de compensación para directores que cuentan con la capacidad de generar este tipo de información asignándoles ese derecho de propiedad<sup>59</sup>. Asimismo, y en relación con el tema bajo tratamiento, se sostiene que el insider trading ayuda a que el precio de cotización del título alcance su “correcto” valor<sup>60</sup> (eficiencia fundamental), ya que esta práctica facilita que dicho precio refleje toda la información disponi-

---

<sup>54</sup> Aunque se puede encontrar, por ejemplo, “Insider Trading. La “no prohibición” como alternativa regulatoria”. Meggiolaro, Ignacio. El Derecho, lunes 14 de noviembre de 2016.

<sup>55</sup> No sólo se prohíbe el uso de información privilegiada en la ley 26.831 sino que también resulta una conducta tipificada en nuestro Código Penal.

<sup>56</sup> “Prohibiting insider trading is usually justified on fairness or equity grounds”. Bainbridge, Stephen Mark. “Insider Trading: An Overview”. Pág. 1. <https://ssrn.com/abstract=132529>

<sup>57</sup> “Que la información relevante y no pública pone en clara ventaja al que la posee, en desmedro de los restantes participantes en el mercado. Que esta ventaja puede beneficiar económicamente al que la utiliza, en perjuicio del público inversor, restándole transparencia y equidad a los mercados de capitales. Que tal perjuicio daña la confianza de los inversores, interfiriendo así con el propósito de los mercados de capitales, que es la canalización del ahorro público hacia el sector productivo de la economía”. Resolución Particular CNV N° 11.337.

<sup>58</sup> “Insider trading-trading by individuals with access to “inside” or nonpublic information also contributes to market efficiency. Legal constraints on insider trading preclude or at least impede insider trading, thereby creating some market inefficiency”. Fischel, Daniel R. “Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers”. Texas Law Review, Volume 57 (1978). Pág.4.

<sup>59</sup> “Manne identified two principal ways in which insider trading benefits society and/or the firm in whose stock the insider traded [...] Second, he posited insider trading as an efficient way of compensating managers for having produced information. Bainbridge, Stephen Mark. “The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer” (February 2001). Pág.65. <https://ssrn.com/abstract=261277>.

<sup>60</sup> “When a firm lawfully withholds material information, its securities are no longer accurately priced by the market. If the undisclosed information is particularly significant,

ble y existente (eficiencia informativa). El precio de la acción bajo un esquema regulatorio en el cual la utilización de información privilegiada es una práctica lícita, comenzará a moverse hacia su valor fundamental de forma anticipada (a que la información se haga pública)<sup>61</sup>. Como consecuencia, ese mercado alcanzará un mayor nivel de eficiencia<sup>62</sup>. Muchas transacciones que previo al ingreso de insiders se producirían de forma aleatoria se alinearán a las transacciones de estos y tenderán a agruparse alrededor del precio prescripto por la diseminación de nueva información<sup>63</sup>. Sin embargo, deberán analizarse los efectos de oferta / demanda de las operaciones con información privilegiada ya que podrían tener solo un impacto mínimo en el precio de la acción afectada. Un título cotizado representa solo una combinación particular de rendimiento esperado y riesgo sistemático, para lo cual existe un gran número de sustitutos. Por lo tanto, el efecto de oferta / demanda de un número relativamente pequeño de operaciones con información privilegiada podría no tener un efecto significativo en el precio.

Por otro lado, las consecuencias en el precio de la acción por la utilización información confidencial podrían considerarse como un “mecanismo de negociación con información derivada” del mercado eficiente<sup>64</sup>. Bajo esta hipótesis los precios se verían afectados a través de dos pasos. Primero, aquellos individuos que poseen información no pública comienzan operar produciendo sólo un pequeño efecto en el precio. Pero algunos agentes desinformados se percatan -ya sea a través de fugas de información o de

---

the error in price can be substantial”. Bainbridge, Stephen Mark. “Insider Trading: An Overview”. Pág. 2. <https://ssrn.com/abstract=132529>

<sup>61</sup> “There is almost no disagreement that insider trading does always push the price of a stock in the correct direction”. Manne, Henry G. “Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark”. George Mason Law & Economics Research Paper Number 06-41. Pág. 2.

<sup>62</sup> “Of the two arguments that I offered for positive benefits from insider trading, the argument for a strong positive relationship between market efficiency and insider trading has proved to be very robust”. Manne, Henry G., *ob. cit.*, Pág. 3.

<sup>63</sup> “Stock prices will more fully reflect information when insider trading is permitted. Average stock price will rise, firms’ average profits from financing new real investment will be higher, and the level of real investment may increase”. Leland, Hayne E. “Insider Trading: Should It Be Prohibited?”. *Journal of Political Economy*, Volume 100, Number 4. Pág. 862. Sin embargo el autor aclara que este hecho no garantiza que la práctica sea beneficiosa: “The analysis of this paper suggests that insider trading may hurt or help markets, depending on the characteristics of those markets”. Pág. 883.

<sup>64</sup> “Thus, the price effect of insider trading is an example of what we have called the derivatively informed trading mechanism”. Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “The mechanism of Market Efficiency”. *Virginia Law Review*, Volume 70, Number 4 (May, 1984). Pág. 630.

la observación de esas operaciones- que fueron realizadas con información privilegiada. También otros operadores obtienen información al seguir las fluctuaciones de los precios. Finalmente, el mercado reacciona a estas operaciones y gradualmente se mueve hacia el precio correcto <sup>65</sup>.

El problema radica en que, dado un grado ineficiencia en estas operaciones, el proceso será lento y esporádico<sup>66</sup> haciendo que la justificación de esta práctica en pos de la eficiencia del mercado pierda mucho de su fuerza. Sin embargo, creemos que no se ha avanzado más allá de estas disquisiciones teóricas, y resta un debate sobre esta herramienta.

Por último, traemos un aporte de la economía conductual que tal vez constituya un argumento para su prohibición. Los insiders también estarían afectados por sesgos cognitivos y, de este modo, la información que transmitirán será perjudicial para la eficiencia del mercado <sup>67</sup>.

#### 4. Palabras finales

El análisis del mercado, sus instituciones y los mecanismos por los cuales se transmite información constituye una premisa básica a la hora de regular.

Nuestro estudio de la hipótesis de mercados de capitales eficientes ha sido muy breve y, por tanto, debe considerarse una aproximación. En realidad, probablemente es más un proyecto de estudio que quizás emprendan otros. No obstante, esperamos que el punto de partida haya quedado claro y sirva para futuras investigaciones.

---

<sup>65</sup> “The greater the ability of markets participants to identify inside trading and deduce its cause, the more information such trading conveys”. Easterbrook, Frank; Fischel, Daniel. “The economic structure of corporate law”. Harvard University Press, 1996. Pág. 257.

<sup>66</sup> “In the perfect market of finance theory, all information is instantly reflected in prices that are fundamentally as well as informationally efficient. In real capital markets with active secondary trading, prices generally reflect public information rapidly—albeit not instantaneously. Information that is “private” or costly to acquire enters price more slowly and sometimes not at all. Similarly, prices in markets without an effective arbitrage mechanism incorporate public information very slowly. These include primary markets, markets for informationally insensitive securities, and markets dominated by noise traders”. . Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier. “Market efficiency after the financial crisis: it’s still a matter of information costs”. Virginia Law Review, Volume 100, Issue 2 (2014). Pág. 373

<sup>67</sup> “The overall results in this study suggest that insiders’ information advantage cannot prevent them from being subject to behavioral biases and making transactions irrationally”. Lee, Eunju; Piqueirab, Natalia. “Behavioral biases of informed traders: Evidence from insider trading on the 52-week high”. Journal of Empirical Finance, Volume 52, June 2019. Pág. 32.