

# EL OCULTAMIENTO, USO Y DIVULGACIÓN DE LA INFORMACIÓN\*

Richard Epstein\*\*

## 1. LA ECONOMÍA DE LA INFORMACIÓN

Desde tiempos remotos hasta la actualidad, la información ha hecho que el mundo se dirija desde las transacciones más rutinarias hacia las más complejas. Una cuestión determinante, de acuerdo con ello, consiste en establecer qué reglas legales, de existir, deberían regir la creación, difusión y uso de información. La importancia de esta cuestión es anterior a Internet e incluso a la computadora. Para un mejor acercamiento al tema, voy a abordarlo a partir de un enfoque conceptual y abstracto, y analizar la cuestión de la regulación legal de la información a la luz de sus principios originales. No voy a comentar específicamente la regulación neozelandesa, pues soy consciente de mi falta de información detallada en este campo. Más bien, la mayoría de referencias se basarán en la regulación norteamericana, lo que me permitirá efectuar una crítica vigorosa sin que ello sea motivo de preocupación ni desagrado.

El primer estudio serio de la información como un concepto económico data recién de 1961, cuando un trabajo de George Stigler sobre la economía de la información inició todo un movimiento académico en este campo. En cierto sentido, la información puede ser considerada como un tipo de propiedad, análoga a la de otros bienes como un saco de papas o un reloj de pulsera. No obstante, la información tiene ciertas características bastante particulares. No se encuentra en paquetes separados y su contenido siempre debe ser verificado e interpretado. Tampoco es sencillo crear derechos de propiedad sobre la

***En la actualidad, la información tiene una esencial importancia en todo tipo de transacciones, desde las más complejas hasta las más rutinarias. Pero las particulares características de la información hacen que sea difícil no sólo establecer titularidades sobre ella, sino también determinar en qué circunstancias debe revelarse o mantenerse en secreto.***

***El autor, a partir de un enfoque económico, desarrolla el tema de la divulgación de la información en contextos tan polémicos como las relaciones laborales, las operaciones en el mercado de valores —en especial aquellas referidas al insider trading— y las donaciones políticas, demostrando la utilidad de este análisis para establecer reglas concretas que beneficien a la sociedad en su conjunto y que permitan a los individuos actuar con libertad.***

\* El título original del presente artículo es "Concealment, use and disclosure of information". La traducción fue realizada por Gerardo Solís, bajo la supervisión del Doctor Alfredo Bullard. Agradecemos especialmente al Doctor José Juan Haro por ayudarnos a gestionar el presente artículo para su publicación.

\*\* James Parker Hall Distinguished Service professor of Law en la Universidad de Chicago.

información. Yo puedo entregarle a alguien mi reloj y luego pedirle que me lo devuelva. Cuando me lo devuelven, puedo estar seguro que poseo nuevamente mi reloj. Pero si yo le confío a alguien cierta información de tipo confidencial, resulta muy problemático determinar cómo esa persona podría “devolverme” la información que le brindé, porque no puedo desalojarla de su cabeza una vez que se ha instalado allí. Además, una vez que la información es recibida por un tercero, esta es susceptible de ser reproducida infinitamente y de ser comunicada a otras personas bajo una amplia variedad de circunstancias. La información es, de este modo, rápidamente reproducible y divisible. Su posesión es fácil de adquirir, pero tener la posesión exclusiva es más que complicado. Estas características particulares hacen que sea mucho más complejo crear y fortalecer derechos de propiedad sobre la información.

Un aspecto de este tema, en el que no voy a poner énfasis hoy, es el del anhelo tan común de las personas de crear derechos de propiedad sobre la información en sí misma y no como algo vinculado a alguna otra transacción. En el área de la propiedad intelectual – derechos de autor, marcas, patentes, entre otros– gran parte de los objetivos de las leyes consiste en determinar los medios idóneos para la creación y el fortalecimiento de derechos exclusivos en esta clase de propiedad. El modelo de exclusividad que aparece con este tipo de política legislativa sobre la información guarda alguna similitud, que no es absoluta, con los derechos exclusivos sobre la tierra y bienes en general. Si es que estuviera discutiendo estos temas particulares, me detendría en otros aspectos de la economía de la información y explicaría por qué muchas veces constituye una gran aspiración crear derechos permanentes y exclusivos en el campo de cada uno de los particulares derechos sobre la información. Pero el tema de la presente exposición es el de la información en un contexto diferente, particularmente su influencia en cómo se desarrollan transacciones ordinarias y rutinarias. Por ejemplo, la manera como se modelan los contratos de trabajo, se organizan los de compraventa, se planifican y estructuran los contratos de asociación y de negocios en general o se efectúan y anuncian los planes de compensación. También voy a desarrollar el tema tanto de los grupos comprometidos en el intento de promover la elección de candidatos políticos como de aquellos que deberían divulgar la información acerca de los recursos económicos utilizados en influenciar al público elector.

No hay una solución obvia para el problema de la información. Ciertamente, en términos legislativos,

dos filosofías –inconsistentes en su estructura básica– coexisten entre la amplia gama de normas vigentes. Mi ilustración favorita de esta ironía es el hecho de que, en 1968, el gobierno de los Estados Unidos aprobara dos leyes que fueron consideradas en su tiempo como desesperadamente importantes. Una de estas leyes era el “*Privacy Act*” y la otra el “*Freedom of Information Act*”. No obstante, se hizo evidente que no podíamos tener simultáneamente reglas que permitieran a los particulares mantener cierta información en una esfera privada y luego exigirles que la revelen. Ésta es una de las razones de por qué es un área tan complicada: uno nunca sabe si la confidencialidad es la posición adecuada y la revelación la errónea, o si es a la inversa. Nuestra tarea, entonces, consiste en intentar entender si, en el caso de información que puede ser fácilmente reproducida y transmitida, la confidencialidad o la revelación es la regla legal apropiada donde esta información forme parte de cierto tipo de contratos, tanto los que tienen que ver con relaciones laborales como con diversas transacciones corporativas.

Un punto que salió a relucir en el trabajo de Stigler de 1961 es que, desde el punto de vista de un individuo promedio, la información es poder. Si una persona tiene la posibilidad de elegir entre la ignorancia o el conocimiento, el conocimiento es normalmente preferido. El único tipo de excepción son los casos en donde alguien sabe que tiene un cincuenta por ciento de posibilidades de haber heredado una enfermedad mortal como el mal de Huntington y la cuestión es si quiere descubrir la verdad. Aquí nos adentramos en un complicado campo de sufrimiento psicológico sobre qué quieren hacer las personas con sus propias vidas. Pero en transacciones comerciales ordinarias, la información es comúnmente asociada con el poder. A mayor información tengamos sobre el mundo, mayor la certeza con la que vamos a poder predecir qué es lo que probablemente va a ocurrir y mejor vamos a poder estimar las consecuencias del curso que toman ciertos hechos. Desde la dimensión que nuestra visión de las transacciones es egoísta, mientras más confiable la información y mejores nuestras predicciones, mayor será la ganancia neta por nuestros múltiples esfuerzos.

En general, y por consiguiente, desde la perspectiva de la toma de decisiones individual, más información puede ser mejor vista que menos. Si esa fuera la única consideración, tendríamos que esperar a ver una explosión en la adquisición de información. De hecho, si la información fuera literalmente menos costosa, la confidencialidad se volvería imposible. No importa cuán rigurosamente alguien intentara ocultar

un poco de información, el hecho que pueda ser adquirida a precio cero haría que siempre fuera descubierta. En realidad, sin embargo, la información que puede ser acumulada y tiene valor aparece sólo como un costo positivo. Es esta característica la que hace de la información un problema legal y económicamente interesante. Las personas tienen que hurgar, investigar, buscar o de alguna otra manera encontrar las cosas. Para cualquier individuo, la información —al menos como una primera aproximación— va a ser vista en el mismo sentido que cualquier otro bien: nos vamos a comprometer en actividades para adquirirla hasta no más allá del punto donde el gasto adicional de una unidad de tiempo o esfuerzo produce sólo una unidad adicional de utilidad. En este proceso, siempre decidimos retirarnos antes de alcanzar la certeza. Frecuentemente nos vamos a guiar por diversas estimaciones y técnicas probabilísticas, desde —al menos más allá de un cierto punto— que el cálculo de este tipo se convierta en más confiable que una búsqueda adicional. Una de las características que distinguen al individuo racional de uno que es menos afortunado es la mejor percepción del primero sobre exactamente cómo funcionan estos intercambios. A mayor consistencia de nuestras teorías, menor la “información” que actualmente necesitamos. Existe, de este modo, una relación de sustitución: podemos invertir ya sea en entender cómo deducir consecuencias de información desperdigada, o podemos invertir en obtener información más abundante que concederá explicaciones en la base de teorías relativamente menos consistentes.

## 2. EXTERNALIDADES EN LA INFORMACIÓN

Este análisis ofrece una áspera comprensión sobre cómo es alcanzado un equilibrio privado en la adquisición de información. Pero necesitamos todavía preguntar si este equilibrio privado corresponde al óptimo social. No se trata de un problema, desde luego, privativo de la información, pues surge en relación con la actividad económica en general. Por ejemplo, si alguien está maximizando el valor de una planta realizando determinados actos de contaminación, tendremos una diferente actitud hacia esa contaminación si la persona contaminadora está simplemente afectando su propiedad antes que las tierras de un tercero. En el primer caso el contaminador está dispuesto a soportar el costo mientras reciba los beneficios de sus actividades. Desde que tiene grandes incentivos para tomar la decisión correcta, puede decidir por sí mismo sin peligro el nivel de contaminación tolerable. Pero si sus actividades causan perjuicio a otros individuos, la situación óptima va a dejar de presentarse: normalmente, el contaminador va a

ocasionar mucho más daños porque va a soportar una parte muy reducida del costo total generado. Tendrá que designarse un buen sistema de reglas de responsabilidad para que en cierta forma retornen al contaminador los indeseables efectos secundarios de sus propias acciones, de modo que modifique su conducta. Exactamente el mismo tipo de problema ocurre en el caso de la información. Si la recolección y difusión de determinada información tiene consecuencias externas negativas para otros individuos, la cantidad óptima de información para una persona utilizando su propia capacidad no necesariamente será la óptima para el sistema social en su conjunto.

Necesitamos, entonces, ir de los gustos individuales por la información, hacia el juicio social sobre el tipo de información que debería permitirse recolectar y distribuir. Aquí podemos anotar otra útil distinción, que de nuevo tiene paralelos en otras áreas. Algunos daños se producen a individuos con los que no tenemos acuerdos contractuales: en esos casos el problema de la creación de perjuicios y del sobreconsumo de recursos es severo. En otras situaciones, la información puede afectar adversamente a individuos que han consentido previamente sobre los aspectos relevantes. En este punto el daño es más una especie de perjuicio auto-impuesto. En el primer caso debemos analizar cómo trabaja la información en un contexto de externalidades, mientras que el último se refiere a cómo la información, la información falsa y la información incompleta operan en el marco de acuerdos previamente consentidos.

La difamación nos brinda un ejemplo instructivo de una externalidad negativa. Si yo afirmo algo falso sobre alguien a terceros con la intención de inducir a esos terceros a no iniciar negocios con el individuo objeto de mi difamación, habré creado efectivamente un arsenal de noticias falsas que alterarán para peor los términos del trato para los individuos involucrados. El *common law* ha entendido desde hace largo tiempo que una verdad frecuentemente es incapaz de compatibilizar con una mentira y que la información falsa va a conducir a las personas a evaluar incorrectamente los arreglos que de otra manera podría haber efectuado. La difamación, de este modo, constituye una seria fractura de la mutua cooperación voluntaria. El hecho que los daños bajo análisis sean a menudo económicos o relacionados nunca ha disuadido al *common law* de reconocer estos derechos de acción. Se entiende que, bajo estas circunstancias, la creación de información falsa por una persona supone que otras actuarán bajo premisas incorrectas y tomarán decisiones equivocadas. Protegemos la reputación poseída por un individuo contra las declaraciones

falsas de otros, y lo hacemos considerando que la información falsa crea externalidades negativas que pueden ser desalentadas estableciendo legalmente una indemnización.

De hecho, si un acto de difamación es una mentira deliberada, tiene dos consecuencias dañinas. Primero, hay un efecto sobre la persona difamada y en segundo lugar, hay una consecuencia adversa para la parte que recibe la información falsa. Por otra parte, es probable que el mismo difamador gaste recursos para engañar a las otras partes. Puesto que es probable que existan al menos ciertas sospechas de que el difamador está mintiendo, bien puede necesitar gastar recursos en crear una información falsa que no sea totalmente transparente. El difamador incurrirá en costos para crear un costo adicional en la forma de imposibilitar a la otra parte a entrar en una gran variedad de transacciones beneficiosas. No sólo está preparado para imponer un costo a la otra persona, sino que también empleará una conducta engañosa de tal forma que no se encuentre obligado a compensar a la otra parte. Muy pocas transacciones fraudulentas implican a alguien que dice: "Sr. Jones, ahora estoy a punto de mentirle. Para compensarle por la inconveniencia de este fraude, estoy preparado para pagarle mil dólares". Hay buenas razones por las que la prohibición contra el discurso falso se extiende más allá de la difamación para cubrir los casos del dolo bilateral. En el caso del dolo, el gasto de recursos por una de las partes da lugar a mayores pérdidas a dos o más individuos, y no hay razón socialmente relevante por la que debemos ocuparnos de ella de cualquier otra manera que castigando al ofensor. La pregunta principal en esas circunstancias se refiere al nivel al cual es eficiente proveer remedios legales contra el dolo, o si el mejor remedio es simplemente una sana dosis de recelo. En algunos casos los remedios legales no funcionarán. Esto, sin embargo, no es una objeción moral a las acciones contra dolo. Es una objeción práctica que el costo de rectificar una clase dada de fraude exceda el daño que causa.

Relacionados de cerca con el dolo se encuentran los casos del ocultamiento, que son efectivamente dolo por conducta más bien que por palabras. Si alguien no revela la existencia de termitas en su sótano cuando otro viene a examinar el local, el análisis es idéntico al de la falsedad verbal. Podemos tener falsedades por la conducta, para las cuales la regla del *common law* es también absolutamente constante. El ocultamiento de información y el dolo son tratados como uno: ambos son normalmente punibles por vía de un caso *prima facie*, y

ambas son defensas contra la ejecución de un contrato, si una de las partes ha sido inducida en base a premisas falsas a formar parte de la relación contractual.

### 3. ¿CUÁNDO LA INFORMACIÓN DEBE SER DIVULGADA?

La cuestión de la divulgación, sin embargo, presenta un problema de lejos más difícil. Si hay un hecho material que la otra parte desea conocer, el tema es si me encuentro obligado, bajo determinadas circunstancias, a divulgar esa información a la otra parte, de modo que se pueda tomar una elección informada sobre el acuerdo relevante. Los argumentos en este caso son mucho más complicados, porque el conjunto relevante de costos y beneficios variará marcadamente con el contexto. Esta es la razón por la cual el debate confidencialidad- divulgación resulta ser tan poco concluyente si se llevara a cabo en un nivel muy alto de abstracción.

Comencemos con la situación más simple. Suponga que alguien viene hasta usted con un manojo de mercancías y la pregunta es si son o no comercializables o susceptibles de ser otorgadas en garantía. Ocurre que el vendedor sabe que tienen un defecto oculto. Él los pone en venta y anuncia simplemente el precio, que corresponde al precio del artículo estándar. Invita al posible comprador a que los adquiera. Bajo esas circunstancias, podemos sostener el poderoso argumento de que la naturaleza y estructura de esta transacción supone la condición implícita en el contrato de que las mercancías son de calidad comercializable. Esa deducción será consolidada solamente si una de las partes es un comerciante que participa rutinariamente de la venta de esas mercancías y la otra parte es un consumidor ordinario. La regla del *common law* para este tipo de garantía implícita, antes de los actos de venta de las mercancías y desde su introducción, ha tomado exactamente este acercamiento. La regla del *common law* ha percibido correctamente que el contrato estándar entre dos partes implica mutuo provecho. En la medida que suprime cierta información clave y vende bienes de calidad inferior al precio de un bien de calidad superior, la condición de ganancia mutua ya no está más satisfecha. No necesito alterar los bienes en sí mismos. Es suficiente que el comprador esté descontento con los bienes en relación con el precio pagado por ellos. La persona que cometió el acto fraudulento puede desaparecer como un bandido y habrá una disminución general de la confianza en el comercio

Incidentes de este tipo conducirán a que los vendedores sean requeridos para ofrecer garantías expresas. Los vendedores honestos aprecian reglas de esta clase: pueden entonces vender mercancías con un mínimo de suspicacia, mientras que los vendedores deshonestos no serán capaces de seguir este juego por mucho tiempo y tendrán la necesidad de confiar en un evasivo silencio. Algunos vendedores deshonestos serán conducidos fuera del mercado, y emergerá un equilibrio más satisfactorio. Así, en la medida que la divulgación de información es necesaria para la eficiencia del negocio (para utilizar la frase clásica), por lo menos se requiere alguna forma de divulgación. Específicamente, requeriremos de la divulgación en esas circunstancias donde es necesario promover intercambios que satisfagan el criterio de mutua ventaja.

Podemos explorar ahora más profundamente el caso de la venta de mercancías. Suponga que el vendedor pone algunas mercancías en venta, y le preguntan si se trata de kiwi genuino de Nueva Zelanda. Ésta es claramente una pregunta que puede ser relevante para la decisión de comprar. El vendedor podría negarse a contestar, dejando que el cliente asuma que las mercancías no son probablemente el artículo genuino. En esa situación, la mayoría de los clientes probablemente no comprará. Alternativamente, el vendedor puede confirmar que las mercancías son kiwi de Nueva Zelanda. Pero el comprador puede aún querer más información. Puede ser que, por ejemplo, pregunte por el nombre del abastecedor. El vendedor, que estaba absolutamente dispuesto a garantizar la idoneidad de las mercancías y el país de origen, puede justificadamente mostrarse renuente a dar el nombre del abastecedor. Él puede decir: "Te aseguro que se trata de kiwi neozelandés, pero no voy a decirte de dónde lo consigo. Mi temor es que esta información, que confirmaría que lo obtengo de un abastecedor honesto, te permitiría dispensar de mí como intermediario en la siguiente transacción. Irías directamente donde el abastecedor y comprarías la mercancía tú mismo. Yo gasto considerables recursos construyendo relaciones con mis abastecedores. Si deo que accedás a esa información, te estaría otorgando un activo separado y distinto de la mercancía en cuestión, y no deseo hacerlo. Es suficiente para ti saber que son bienes de calidad, que se trata de kiwi neozelandés como se anuncia y que me puedes demandar si no se ajusta a los términos de la venta".

Una vez que nos percatamos que este es el tenor en que se desarrollará el diálogo, no desearemos leer en el contrato alguna cláusula por la que implícitamente

se tenga que divulgar información de ese tipo. Por la misma razón, si el vendedor adquirió los bienes a un precio excepcionalmente barato, normalmente va a rehusarse a divulgar esta información a los compradores, pues esto los ayudaría a ofertar un precio inferior. Tenderemos a descubrir, por ello, que las transacciones en un mercado explícito permitirán la conservación de cierta información por el vendedor o el comprador. Típicamente la información conservada le permite al vendedor mantener el capital humano invertido de tal manera que se encuentre en la posición de completar una transacción exitosa, pero habrá una voluntaria divulgación y garantía de esta información para asegurar a los compradores la naturaleza y calidad de las mercancías adquiridas.

No obstante este es el modo como funcionan las transacciones eficientes, no debemos atar a las personas a estas reglas. Si las personas desean divulgar el nombre de sus abastecedores o los precios que pagaron por sus mercancías, obviamente deberían ser libres para hacerlo. Pero al menos en el ámbito de las obligaciones implícitas, no deberíamos fijar la regla supletoria de manera opuesta a nuestras expectativas económicas estándar. Indudablemente no debemos forzar al vendedor a divulgar el nombre de su abastecedor, o el precio que pagó por sus mercancías, como una condición de ingreso en una transacción de mercado. Esto simplemente reduce la posibilidad de que la transacción se lleve a cabo, porque estaríamos efectivamente expropiando el capital humano a través de la obligatoria transferencia de información.

Estos ejemplos parecen ser transportados desde algunos de los temas que vienen bajo el encabezado de "información". Se presenta, no obstante, una íntima conexión entre la lógica de la divulgación en estos ejemplos del kiwi, donde reglas diferentes van a producir diferentes resultados, y áreas expuestas a una intensa regulación en Nueva Zelanda y en otros lugares, especialmente los contratos de trabajo, por un lado, y los diferentes tipos de suministro y operaciones de seguros, por otro. Veamos cómo el análisis del *common law* se aplica a estas situaciones.

#### 4. LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN LAS RELACIONES LABORALES

Las relaciones laborales nos brindan un problema bastante similar al de los seguros marítimos. Los seguros marítimos son un área dominada por normas muy poderosas de divulgación, pero las obligaciones no se encuentran en la así llamada parte fuerte (el

asegurador). La obligación estándar siempre ha recaído sobre el asegurado. El asegurado tiene información privada relevante sobre la naturaleza y magnitud del riesgo marítimo. Si oculta la información, la decisión de encargarse del seguro – o de la prima – se encontrará seriamente predispuesta. Por esta razón, la mayoría de aseguradores marítimos exigirán una serie de declaraciones expresas. Un panorama normativo de completa divulgación de todos los hechos materiales relacionados con la magnitud y severidad del riesgo fue establecido en el derecho marítimo mucho antes que fuera hecha una condición supletoria bajo varios reglamentos en los albores del siglo XX.

En el contexto del empleo, imagínese que un empleador está a punto de hacer una oferta de trabajo a un trabajador potencial. Si debe ser un contrato de trabajo satisfactorio, será uno en el que se pacten términos mutuamente beneficiosos. En un mercado voluntario, ¿qué es lo que un empleador buscaría y qué lo que un trabajador estaría preparado para divulgar? Puesto que la condición de ganancia mutua será extremadamente importante, el empleador estará obviamente muy interesado en el tipo de servicios y beneficios que le pueda proporcionar. Para comenzar, estará interesado en lo que libremente llamamos “calificaciones” – siendo estos los servicios que espera sean brindados por el trabajador. Las preguntas sobre calificaciones no serán normalmente polémicas. Pero el empleador también querrá información sobre la durabilidad potencial del arreglo contractual. Esto puede requerir típicamente preguntas sobre, por ejemplo, los planes del trabajador para ir de nuevo a escuela. Puede requerir información sobre su edad, o estado civil, o sobre si el aspirante tiene hijos, o planes para tenerlos, etcétera. Esto nos trae dificultades con el “*Privacy Act*”, por lo menos en los Estados Unidos, considerando que la información de este tipo es personal y que un empleador no puede exigirla. En vista que este acercamiento asume que la información no es relevante para una decisión de empleo, se encuentra claramente mal concebido. Desde el punto de vista de un empleador que evalúa las ventajas anticipadas de una relación laboral, la información exacta sobre características tales como el estado civil ayudarán a determinar su durabilidad probable. También le proporcionará una noción más completa de la cantidad de esfuerzo que se puede exigir del trabajador durante cualquier período determinado. Esta información es obviamente estocástica. Pero toda predicción es probabilística y nunca debemos desechar la información imperfecta si la alternativa es ninguna información.

Así, la lógica de contratar sugiere fuertemente que los empleadores en un mercado no regulado pedirán esta

información. Algunos trabajadores no la proveerán, en cuyo caso el potencial empleador estaría libre de tomar una decisión sin ella, o negociaría con otros posibles trabajadores que estén dispuestos a brindar la información. En algunos casos, los trabajadores la proveerán bajo términos que indican la probabilidad de una relación altamente provechosa y un acuerdo decididamente atractivo para ambas partes. En otros casos la información pudo ser enredada y las remuneraciones, las garantías y los términos colaterales se pueden alterar para tomarla toda en cuenta. Pero bajo ambas circunstancias, el salario en sí mismo sería aceptado o rechazado por el trabajador sobre la base de si está convencido de beneficiarse del trato. El empleador estará sujeto a la misma restricción. Así, el contrato de trabajo tiene exactamente la misma asimetría que la información fundamental que observamos en el caso del seguro marítimo.

Bajo muchas circunstancias, el empleador puede indagar información aún más íntima y personal del trabajador. Puede, por ejemplo, estar interesado en si el aspirante tiene SIDA. El costo de un seguro médico para una persona con SIDA, incluso dando asistencia médica ideal, es por lo menos 25 veces mayor que para un empleado de la misma edad y del mismo sexo sin SIDA. Para un empleador que intenta asumir el costo de los seguros médicos del personal, este es un factor muy relevante. Si un trabajador competente se encuentra afligido por una enfermedad o minusvalía, no podemos simplemente ver el lado beneficioso. Debemos también considerar el costo. Divulgar una condición de SIDA no daría lugar necesariamente a la pérdida del empleo, aunque puede implicar un cambio en el resultado de los términos y las condiciones del empleo. Para ciertos contratos a corto plazo puede ser poco importante, pero cualquier empleador ofreciendo beneficios de salud sabrá que el costo probable de la cobertura se ha elevado significativamente.

¿Qué sucedería con la información sobre SIDA una vez que el empleador la adquiriera? Los empleados se encuentran a menudo temerosos sobre divulgar tal información y prefieren ocultarla de otros individuos a quienes no les afecte. Podemos, sin embargo, tener un régimen mixto que exija la divulgación a ciertos individuos, pero que luego les exija a estos mantener la información alejada de otros individuos. De hecho, muchos de los reglamentos de privacidad que rechazan que las personas adquieran información personal sensible se aplican solamente al momento del contrato de trabajo original. Los reglamentos requieren posteriormente obtener la información y mantenerla en reserva, de modo que si, por ejemplo, un trabajador tiene un ataque epiléptico en el trabajo, el empleador

sepa qué tratamiento seguir. Así la repartición de la información permitida por los reglamentos conduce a una diferente división de la información bajo el contrato. Por otra parte, habría un remedio muy severo para el incumplimiento del contrato si la información recibida de forma reservada fue divulgada a terceros.

Por lo tanto, no resulta adecuado regular estos tipos de acuerdos vía reglamentos de privacidad. La privacidad correctamente entendida es simple: si una persona desea mantener cierta información privada, tiene derecho a hacerlo. Pero no se puede obligar a otras personas a tomar una serie de riesgos forzándolas a iniciar una relación de negocios mientras se les niegan información que consideran esencial. Actualmente no sólo tenemos un sistema de no-divulgación, sino que tenemos prohibido realizar cierto tipo de preguntas – lo que paradójicamente convierte a la legislación sobre privacidad en cierto sentido en un instrumento de fraude. El empleador se encuentra impedido de formular ciertas preguntas. No puede conseguir la información conocida aún cuando sea razonable que lo haga. Con todo, ambas partes saben que, en ausencia de regulación legal, la pregunta sería formulada. Si fuera verazmente contestada, en por lo menos algunas circunstancias el trabajo no sería ofrecido o sería ofrecido en términos diferentes. Los autores del *Privacy Act* necesitan explicar por qué intentan forzar a las personas a contratar en condiciones inconvenientes restringiendo su capacidad para adquirir la información relevante para sus decisiones. Además, una vez que las personas encuentren que no pueden conseguir la información que buscan preguntando por ella, buscarán fuentes alternativas investigando a su alrededor. Podría contratarse investigadores privados para informar si una mujer desea casarse, tener niños o dejar la ciudad, o si un hombre tiene SIDA. Forzar a la gente a confiar en la mala información adquirida a un alto costo antes que en buena información a bajo costo, es sin duda un grave error.

Algunas personas objetan que deseamos asegurar oportunidades para los discapacitados. Pero si el gobierno deseaba intervenir por los discapacitados, podría decirle a una empresa: “usted contrate al trabajador. Pagaremos el costo de su póliza de seguro o subvencionaremos de otra manera la posición sin recurrir a los fondos públicos”. Esto aseguraría que la carga no cayera arbitrariamente sobre un solo empleador seleccionado por su buena voluntad de dar una oportunidad, sino que se convertiría en una obligación pública para un beneficio público. Hoy en día, bajo el *Americans with Disabilities Act*, hemos creado derechos que prevalecen sobre contratos de

trabajo privados y, de este modo, reducido el número de puestos de trabajo que las empresas están dispuestas a otorgar a personas discapacitadas. Estas normas mal concebidas son claramente inferiores a las del *common law*.

## 5. LA DIVULGACIÓN EN EL DERECHO CORPORATIVO Y DE SEGUROS

Cuando examinamos el uso y difusión de la información en el ámbito corporativo, la lógica marcha en la dirección exactamente opuesta. A menudo hay una poderosa implicación contractual hacia la confidencialidad. Pero la ley, en lugar de hacer cumplir esta confidencialidad, nuevamente toma el camino incorrecto. Considere, por ejemplo, si se debe divulgar la remuneración del trabajador – por lo menos la de los empleados clave y las grandes corporaciones. La regla americana obliga a la divulgación considerando que la información es arrancada de las compañías en vez de ser divulgada voluntariamente.

En consideración de por qué las compañías no eligen revelar la información voluntariamente, podemos mirar esta cuestión desde tres diversos puntos de vista. Está la perspectiva del trabajador individual, de los accionistas y del empleador o miembro del directorio. Desde cada punto de vista, la divulgación será considerada como indeseable. Primero, el trabajador generalmente no quiere que se sepa alguna información sobre su sueldo. Si otras personas están enteradas de ello, tienen mejor información sobre su potencial como blanco para sobornos o secuestros. Incluso poniendo a un lado estos casos extremos, mientras más personas conozcan sobre la renta de otra, mejor van a poder dirigirle solicitudes indeseadas y conjeturar su precio de reserva en muchas transacciones de mercado. Muy pocas personas circulan por ahí diciendo: “mi nombre es Smith. Gano \$250.000 por año. Puedo permitirme cualquier cosa que deseo”. Por el contrario: cuando Smith va a comprar un automóvil, no pretende parecer rico y famoso. Va vistiendo ropa ordinaria. Se rasca la cabeza como si reflexionara si le pudiera alcanzar para un modelo de lujo aunque le sea posible permitirse cualquier precio que el vendedor le pida. En toda clase de situaciones la gente desea mantener su sueldo confidencial. La ley debería respetar generalmente sus deseos.

Si soy un accionista, ¿deseo esta información? Si fuera de tipo personal, estaría feliz de recibirla. Sin embargo, la divulgación es lo último que desearía, pues desde que recibo la información todos en la ciudad también la adquieren. Información valiosa sobre la estructura laboral de la empresa en la que he invertido

y sobre los sueldos que se pagan –información que ha sido costosa de crear- se convertiría en un bien público. Por otra parte, una vez que los terceros tengan la información, la empresa en la que he invertido se verá perjudicada. Mis competidores estarán en una posición mucho mejor para planear el reclutamiento de mis empleados clave. Como accionista, no quisiera que esa información se divulgara. Y si cualquiera dentro de la relación de negocios desea que la información se haga pública, no puedo ver por qué debe forzarse a ello desde el exterior. Los accionistas, los miembros del directorio, los gerentes y los empleados clave tienen una red de contratos que los relacionan. Los costos de transacción entre ellos son muy bajos. Cualquier divulgación que se pudiera requerir para el beneficio de los accionistas se puede determinar en los estatutos de la compañía o por leyes o en sus contratos de trabajo. No necesitamos una ley que obligue a la divulgación a todos sin excepción.

Cuando analizamos el *insider trading*, tengo exactamente la misma reacción. No hay externalidades involucradas. Una compañía que quiera legitimar el *insider trading* todo lo que necesita es prever en sus estatutos una cláusula que establezca: “Si usted desea negociar con las acciones de nuestra compañía, entienda por favor que todo empleado clave y todo miembro del directorio está permitido de contratar en base a toda la información privilegiada que satisfaga su interés. Si usted desea invertir con nosotros, así es cómo será. Si usted no desea invertir con nosotros, es usted totalmente libre de comprar acciones de nuestro competidor, que no permite esa opción”.

¿Qué sucedería si legalizamos el *insider trading*? Descubriríamos una aversión por parte de muchas empresas de permitir que los empleados clave negocien accediendo a esta información privilegiada. Por ejemplo, las compañías son enormemente sensibles sobre este asunto al contratar abogados para transacciones corporativas delicadas. Cuando un abogado está trabajando para una compañía que está a punto de entrar en una transacción importante, se entiende implícitamente –y si es necesario expresamente- que esa información se hace disponible para permitir solamente que el abogado brinde sus servicios a la compañía en la evaluación de la transacción. Se supone que el abogado no puede negociar con esa información, y la mayoría de empresas adoptan una serie de medidas requiriendo a algunos de sus socios clave poner sus activos en cuentas ocultas, para evitar cualquier aspecto inconveniente. En mi propia práctica profesional, no he negociado con acciones de compañías individuales en años. Me aterroriza la posibilidad de ser acusado de usar información pri-

vilegiada cuando aconsejo sobre un litigio importante, una transacción o una fusión. Si el *insider trading* estuviera permitido, se podrían generar restricciones auto impuestas similares dentro de la compañía.

Por otro lado, permitir a los empleados clave negociar –aunque con ciertos límites- con información privilegiada podría en algunas circunstancias ser considerado como una efectiva estrategia de compensación. La pregunta puede ser respondida de una manera muy simple. Si el valor para los accionistas de permitir el *insider trading* es positivo, esperaríamos ver compañías insertando previsiones importantes en el estatuto y en los contratos de trabajo. Podrían obtener un precio mayor por sus acciones si, en vez de pagarle a las personas en efectivo, pudieran de forma más eficiente compensarlas permitiéndoles aprovecharse privadamente de este tipo de información. Si el valor de permitir el uso de información privilegiada no resulta positivo, esperaríamos ver las previsiones contractuales y estatutarias en un sentido opuesto. Si se prefiere una solución intermedia, también debería desarrollarse de manera natural, sin intervención del estado. En la medida que estamos tratando directamente con las partes de la transacción, ninguna externalidad opaca el análisis. Podemos dejar que el mercado decida. No hay necesidad de regulación, excepto en las situaciones de ocultamiento y fraude que ya fueron discutidas.

## 6. LA DIVULGACIÓN DE DONACIONES POLÍTICAS

Finalmente, nos acercamos al tema de la divulgación de donaciones en un contexto de elecciones políticas. Aquí la figura es mucho más complicada, porque hay externalidades por todos lados. Un argumento fuerte a favor de la obligación de divulgar es que cualquiera que sea elegido para un cargo público estará agradecido a sus financistas y que aquéllos de nosotros que no estemos entre sus allegados podremos saber qué puede influir en el comportamiento de los elegidos. Una posibilidad es ordenar la divulgación de cualquier contribución política a partir de cierta suma. Pero hay otro aspecto de este argumento. Mucha gente gasta dinero a favor de los candidatos perdedores. Si estos donantes son requeridos a publicar su donación, posteriormente pueden ser objeto de represalias. Ellos se hicieron efectivamente a sí mismos un blanco fácil. La pregunta compleja es si esta información útil sobre las donaciones, una vez divulgada, nos permite enfrentar mejor los abusos del poder, preponderando sobre el mal uso que se pudiera hacer sobre la información, si cayera en manos malévolas. Yo mismo no estoy

seguro de esto. La respuesta puede depender del cargo público en concreto al que la gente pretende acceder, además de la naturaleza de las elecciones y una gran variedad de factores. El dilema de la información es sin duda un agudo y muy difícil problema por resolver.

Desde que la respuesta no es clara, necesitamos basarnos en presunciones. Mi propia presunción es que, si es que no hay una fuerte razón para imponer una restricción, la ley debería mantenerse tal cual. Esta presunción es relevante, porque las modificaciones o limitaciones a la divulgación son por sí solas bastante caras de imponer. Una vez que tenemos que divulgar las contribuciones, necesitamos saber qué es una contribución. ¿Es dinero en efectivo? ¿Es un aporte en especies? ¿Es en servicios? ¿Cómo se valoran? Si las donaciones son hechas a través de una organización, ¿debemos investigar a los individuos que la conforman? Se revela como un ejercicio complejo. Adicionalmente, hay tácticas distintas de las soluciones legales que pueden ser tenidas en cuenta. Podemos preguntarle a un candidato repetidamente: “¿Recibió dinero de Brown cuando postuló al cargo público en las últimas elecciones? Si es así, ¿cuánto era y por qué se lo dio?”. Si el candidato dice “No te lo voy a decir porque tengo algo que ocultar”, los votantes pueden sacar sus propias conclusiones. De este modo, la habilidad de preguntar a los individuos y de recibir respuestas satisfactorias o insatisfactorias genera un cuasi mercado de respuestas que puede ser usado. Las elecciones políticas inevitablemente involucran externalidades en las personas que votaron por el candidato opositor. No podemos usar la misma lógica contractual aplicable a los seguros y a los intercambios comerciales, donde están negociando o con accionistas o con terceros que están atentos a los términos del acuerdo y que pueden evitar tomar parte de la transacción si así lo escogen. Con las elecciones tenemos todos los complicados problemas mencionados por George Stigler en su original trabajo.

Los dejo con una ironía final. Evaluando los reglamentos en el contexto del clásico enfoque del *common law*, encontramos instancias donde la divulgación contractual sería la regla y, sin embargo, el reglamento prescribe un régimen de confidencialidad unilateral. Por otro lado, en el área de las remuneraciones y del *insider trading*, la lógica contractual nos llevaría a una no divulgación y, sin embargo, existe actualmente un reglamento para la divulgación. Aparentemente hemos retrocedido en ambas áreas. Todo lo que necesitamos hacer es desechar tanto la *Privacy Commission* como la *Securities Commission*. En este punto tendremos res-

puestas más acertadas para la pregunta de cuándo divulgar y cuándo mantener las cosas confidenciales.

### RÉPLICA DE EUAN ABERNETHY, PRESIDENTE DE LA SECURITIES COMMISSION

Quisiera detenerme tan solo en un par de puntos. Es importante disipar cualquier noción de que existe una intensa regulación del mercado de seguros en Nueva Zelanda, a pesar de la percepción de ciertas personas de que aún es demasiada. Por ejemplo, no requerimos una licencia para los vendedores de seguros. No tenemos un control estatal de los participantes del mercado. La *Securities Commission* tiene ciertos poderes de ejecución, pero son muy limitados y están relacionados únicamente con la difusión de información falsa. Hay algunas excepciones, como la de los agentes de bolsa, pero son muy pocas.

El punto central es la confianza en la provisión de información en los mercados de seguros, que fue uno de los temas de la conferencia. Es la elección del inversionista, basado en esta información, la que dirige el mercado. La entidad reguladora no debe intentar hacer que el inversionista piense dos veces su decisión: sólo concierne al inversionista decidir el nivel de riesgo que acepta. Pero debe ser hecha con una base de información, que es la razón por la que debemos poner énfasis en la divulgación.

En lo que se refiere a la divulgación de las remuneraciones, no veo por qué debemos preocuparnos demasiado. Hay una serie de diversas situaciones en las que la remuneración se divulga porque alguien tiene un legítimo interés en recibir esta información. Por ejemplo, los salarios de los políticos son conocidos porque tenemos un legítimo interés en saber cuánto les estamos pagando. Los accionistas tienen un legítimo interés en las remuneraciones de los empleados clave, porque quieren saber qué tan bien está manejando el directorio la compañía. Los directores son responsables de contratar y despedir al gerente y por establecer su remuneración. En estos días en que existe un gran interés en poner énfasis en el gobierno corporativo, es importante para los accionistas conocer el desempeño del directorio. Esto incluye revisar cuánto le pagan al gerente a la luz de los resultados obtenidos por la compañía. Es improbable que este conocimiento derive en un cambio directo del salario del gerente, pero sí implica que algunos directores sean removidos. Por eso creo que los accionistas tienen un legítimo interés en esa información.

Tal como he entendido los argumentos del profesor Epstein, él sugiere que el *insider trading* sea una

cuestión determinada entre las partes. La información interna de la empresa puede ser utilizada para beneficio personal de los altos funcionarios y de los directores de la compañía si ello les es permitido por sus contratos privados y esto es conocido por los terceros que traten con la empresa. Yo analizaría esto desde un punto de vista distinto. Yo estoy interesado en desarrollar un mercado de seguros vigoroso y eficiente, que es un mercado en el que las expectativas de los inversionistas en términos de información pueden ser razonablemente conseguidas. Nunca vamos a lograr una completa equidad de información. Pero existe un interés legítimo de la comunidad en promover mercados estables y eficientes en los que los agentes tengan confianza. Si existen reglas que previenen el uso de información interna de la empresa para transacciones personales, los agentes que operen en estos mercados tendrán una mayor confianza, lo que beneficiará al mercado en conjunto. Podría argumentarse que si la compañía acuerda con sus ejecutivos que pueden usar la información para su propio beneficio, entonces eso no es robo. ¿Pero eso significa que otros agentes del mercado deban revisar el estatuto de la empresa antes de comprar y vender acciones para enterarse de las reglas que han sido establecidas? Eso me parece imponer mayores costos y esfuerzo a los agentes de mercado de los que son deseables, y deberíamos estar esforzándonos por acuerdos más simples.

#### **RÉPLICA DE BRUCE SLANE, *PRIVACY COMMISSIONER***

Estoy de acuerdo con gran parte del análisis del Profesor Epstein y, en particular con lo inapropiado de intentar adaptar las normas de propiedad a cuestiones de información. El *Privacy Act* de Nueva Zelanda, de 1993, es un poco distinto de su contraparte norteamericano y está basado en los principios establecidos por el OECD, una organización económica. Debo poner énfasis en que la privacidad no es lo mismo que la confidencialidad, ni tampoco lo mismo que el secreto. Esto es relevante para lo que el profesor Epstein ha estado diciendo, porque él bien podría, por ejemplo, revelar a alguien en Nueva Zelanda cierta información que no ha revelado en los Estados Unidos. Mientras que haciendo eso podría haber roto un secreto, no es una cuestión de privacidad porque ha escogido a la persona a la que le ha revelado la información. Él ha tomado esa decisión por sí mismo, por lo que la privacidad se ha respetado. También estoy de acuerdo con los comentarios en relación con la ventajas de un régimen mixto: es posible divulgar la información a unas personas, pero no a otras.

La legislación neozelandesa favorece la publicidad. Tiende a proteger los acuerdos contractuales: si una de las partes promete que no divulgará cierta información, la *Privacy Act* de 1993 protege esa decisión. Facilita a las empresas a adoptar sus propias políticas sobre información concernientes a determinados individuos. Los *Privacy Commissioners* buscan un equilibrio, porque es reconocido que hay otras cuestiones además de la privacidad, como es el caso de las leyes sobre libertad de información. Nuestro *Official Information Act* de 1982 tuvo por algunos años ciertos requisitos para proteger la privacidad, pero no eran absolutos; ellos requerían mantener un balance con otros factores. Afortunadamente, los empleadores neozelandeses no tienen la costosa obligación de los empleadores norteamericanos de asumir los costos de salud de sus trabajadores. Por ello no están bajo la misma presión para utilizar prácticas que invaden la privacidad como pruebas para descartar el consumo de drogas.

Sobre el tema de las remuneraciones de los altos funcionarios, estoy convencido, como resultado de mi experiencia, que los neozelandeses creen que los detalles de sus ingresos personales justifican un alto grado de protección de la privacidad. Muchos ejecutivos me han escrito expresándome su preocupación sobre el impacto de la revelación de sus niveles de ingreso bajo las nuevas reglas de la *Companies Act* de 1993. La información personal estará disponible a expensas de su privacidad. Desde que sus preocupaciones no siempre le generan una gran simpatía al público, el alto nivel de molestia implica una seria preocupación sobre la privacidad, antes que un deseo de pretender evadir responsabilidad o de encubrir algo.

En un caso reciente que involucra la televisión, la Justicia Superior estableció la importante distinción entre aquellas materias que propiamente tienen que ver con el interés público, en el sentido de que sean legítimas las preocupaciones de terceros, y aquellas que simplemente interesan al público a un nivel humano. La cuestión es que aquella forma parte del interés público que puede ser conocido. He llegado a la conclusión de que las reglas de la *Companies Act* de 1993 se refieren a lo que simplemente le interesa a los terceros.

Mi conclusión es que la publicación obligatoria de las remuneraciones de los altos funcionarios son un detrimento para la privacidad y que se puede idear un esquema que esté más acorde con ella. Debo reconocer que si es que hay un cambio, hay otras preocupaciones - en las que no estoy involucrado- que pueden

ser tanto un apoyo para mi punto de vista como un argumento en su contra. No obstante, he intentado en vano descubrir la mayor responsabilidad supuestamente evidente en la divulgación de esta información, de un modo no sistemático, a niveles arbitrarios, sin detalles de los requisitos para el desempeño en un empleo y en un contexto en el que hay ahora un mayor grado de análisis que en el que hubo en el caso anterior.

En Nueva Zelanda, dado el tamaño relativamente pequeño de nuestras compañías, manejando información sobre ingresos cercanos a los \$10 000 *bands* virtualmente identifica individuos específicos, seguramente en compañías pequeñas. En algunas grandes empresas sólo una o dos personas encajarán en algunas *bands*, y también van a ser identificadas. Creo que, en lo que respecta a estas políticas, se necesitan reglas y objetivos gubernamentales claros. Podría ser que algún tipo de información estadística sea de mayor utilidad para los accionistas (como los salarios pagados por las empresas en un determinado ejercicio, o la relación de estos pagos con alguna otra relevante información económica divulgada). Todavía no entiendo la razón para requerir esta divulgación, y creo que la responsabilidad puede ser establecida sin una invasión de la privacidad.

### RESPUESTA DE RICHARD EPSTEIN

Creo que hay una desavenencia con Bruce Slane por un lado y con Euan Abernethy por otro, sobre la divulgación de la remuneración. Está referida a la pregunta de cómo definimos "legítimo interés", un término usado repetidamente por el Sr. Abernethy en su argumentación de por qué el público, los accionistas o los posibles accionistas tienen un legítimo interés en la divulgación.

La pregunta es: ¿qué hace que un interés sea legítimo? Para mí un interés legítimo se presenta donde la información tendrá un valor positivo para el receptor si ésta es adquirida y donde el receptor no está haciendo algo impropio o ilegal con la información. Pero todavía tenemos que enfrentar una pregunta difícil. El hecho que la información pueda ser legítimamente deseada por otra persona no es razón suficiente para ordenar su divulgación. Necesitamos recordar qué supone la lógica del intercambio. El trabajador tiene un legítimo interés en su trabajo y, no obstante, se lo entrega a su empleador. El empleador tiene un legítimo interés en su dinero y, no obstante, se lo entrega al trabajador en retribución por sus servicios. Hacen esto sobre la base de que ambas

partes se benefician con la transacción. Algo similar ocurre con la información: no siempre la lógica del intercambio implica la transferencia de información simplemente porque hay un legítimo interés en el receptor. Tiene que demostrarse que el valor ganado por el receptor es mayor que cualquier pérdida de la otra parte. En el caso de las remuneraciones de altos funcionarios, hemos escuchado del Sr. Slane que, por una gran variedad de razones (muchas de las cuales los trabajadores encuentran difíciles de articular), la aversión de tener información personal revelada es sustancial. A la mayoría de accionistas no les interesa esta información. Encuentran otros caminos para hacer a los directores responsables, tales como examinar el nivel de rentabilidad. Una de las razones por las cuales los accionistas se oponen a la divulgación de esta información es que necesariamente esta también llega a terceros que pueden utilizarla de manera que cause detrimento a sus intereses. Por ello, el público no desea la divulgación de información militar clave aún cuando tienen legítimo interés en conocer su contenido.

En realidad, si permitimos el *insider trading*, se impediría a los directores la divulgación a los accionistas y potenciales accionistas de lo que ellos consideran valioso dentro de la sociedad, sin efectuar divulgaciones que podrían exhibir la información menos valiosa. En 1968, en los Estados Unidos, se presentó un caso famoso que involucraba al Texas Gulf Sulphur. Una compañía descubrió yacimientos de minerales muy valiosos al norte de Canadá. A pesar que conocía la ubicación y habría tenido opciones para explotar el recurso, aún no eran titulares de los derechos mineros. La compañía se encontraba en un dilema. Si sus funcionarios querían negociar, estarían obligados a divulgar la información. Tendrían que decir: "La razón por la que compramos acciones es que sabemos que hay algunos yacimientos de minerales valiosos en algún lugar al norte de Canadá y la compañía está interesada en adquirir derechos sobre ellos". En ese caso, muchas otras partes habrían acudido al mercado con la intención de adquirir esos derechos. La divulgación hubiera dado como resultado una gran pérdida para la compañía.

No es el comercio lo que queremos desincentivar, sino el oportunismo corporativo (la práctica de usar información recibida en el curso de las operaciones de una compañía para obtener una ganancia privada). Si este es nuestro punto, podríamos permitir a los funcionarios negociar las acciones de la compañía. La compra de acciones sería una señal de algunas buenas noticias desconocidas para esta compañía, sin que sea

necesaria la divulgación de la naturaleza de esa información de tal forma que resulte desventajosa para la compañía. El mismo principio opera a la inversa, por ejemplo cuando una compañía se enfrenta a potenciales responsabilidades. Cuando he sido contratado por compañías que enfrentan severas demandas de responsabilidad, algunas veces me han dicho que no mencione el hecho de haber sido contratado. Ellos me dicen: "Es simple. La gente sabe que eres un experto en demandas de responsabilidad. Si ven que te hemos contratado, ésta será una señal de que estamos tomando este caso seriamente. Esto podría ocasionar que algunos accionistas empiecen a preocuparse y a transferir sus acciones. No queremos divulgar la información, aún cuando estos accionistas puedan considerarla esencial. Por el contrario, es tan importante para nuestros accionistas que esta información no sea divulgada, que le prohibimos hablar sobre ello si quiere trabajar para nosotros". Este razonamiento es perfectamente apropiado, y ellos tienen derecho a esperar que yo no vaya y venda las acciones de la compañía sobre la base de mi conocimiento confidencial sobre su proceso.

Para ponerlo de otra manera, en sentido abstracto no hay un interés público involucrado. El problema es entre accionistas. No es cuestión de decirles lo que es bueno para ellos, sino de dejarles decidir por ellos mismos. Los procedimientos no necesitan ser onerosos. Si una compañía desea permitir el *insider trading* en sus acciones, no necesita esconder la información como una nota a pie de su estatuto. Puede simplemente registrar la transferencia. Una simple marca "x" puede designar las compañías en las que sus acciones pueden ser transferidas por *insiders*, mientras que una "y" -o simplemente la ausencia de una "x"- puede hacer referencia a compañías que no permitan dichas transferencias. Donde las empresas quieren comprometerse en esta actividad, y están obligadas a notificar a las autoridades antes de permitirles llevarla a cabo, sería muy fácil para ellos mostrar su *status* al mercado.

¿Qué ocurre con la divulgación? Esta cuestión es fuente de enormes dificultades. Al menos en el contexto norteamericano, nadie sabe lo que la palabra "materialidad" significa respecto de cualquier transacción. Mucho se ha escrito sobre si una pieza de información sería esencial para un inversionista de ordinaria prudencia y experiencia. Las compañías gastan miles y miles de dólares tratando de entender las reglas de divulgación, aún cuando la información no será relevante para las transacciones en las que están inmediatamente involucrados. Las compañías

no sólo tienen que preocuparse por el *insider trading* -cuyos daños han sido exagerados- sino que tienen que preocuparse también por la falsedad y no divulgación respecto de nuevas cuestiones y otras transacciones corporativas, en formas que constituyen reales impedimentos para los negocios. Este es el peculiar genio americano -tomar una idea simple y hacerla increíblemente compleja, conseguimos reglas grotescas y un mundo inútil- que parodia el título de mi propio libro.

Preferiría un mundo en el que una compañía pudiera decir: "Vamos a divulgar alguna información. Sin embargo, no vamos a divulgarle información que sabemos encontrarás esencial, pero que de buena fe suponemos que ocasionará un detrimento para nuestros intereses si le fuera permitida a terceros". Las personas pueden decidir por sí mismas si quieren negociar acciones en ese tipo de compañía. Si un individuo se preocupa por el *insider trading* puede seguir una estrategia muy simple: comprar y mantener. Siempre que el precio de las acciones de la compañía suba, adquiere un "free ride". Si está preocupado por el *insider trading* que puede perjudicar sus intereses, hay algunas respuestas sofisticadas. Con el desarrollo de los derivados y otros mecanismos, los *outsiders* tienen más habilidad para trabajar estos problemas de información.

En este punto, utilizaré la analogía ofrecida por Mr. Abernethy. Veo una diferencia sustancial entre estas situaciones privadas y las obligaciones de los funcionarios públicos. Estos funcionarios trabajan para todos nosotros; nosotros somos, efectivamente, sus accionistas. Nosotros sabemos que si la información relevante no es divulgada, nos quedaremos con algunos cuestionamientos sobre lo que está sucediendo. Pero en el caso de la empresa no hay razón alguna para tratar a toda la población de Nueva Zelanda o de los Estados Unidos como accionistas cuando la mayoría no tiene interés directo en la empresa. La cuestión deberá ser decidida por una democracia entre accionistas. Y los accionistas bien podrían decidir que la analogía gubernamental no es apropiada, aunque sea sólo porque pueden vender sus acciones si no les gusta el manejo de la empresa, mientras que es más difícil adoptar la misma acción en el caso de un gobierno que desapruueba.

## PREGUNTAS DEL PÚBLICO

*Me pregunto si no estará adoptando una visión estrecha de la relación entre los accionistas y la empresa. ¿No hay consideraciones éticas que deben ser anali-*

*zadas cuando permitimos a los funcionarios de una compañía transferir las acciones de la propia compañía? En el mercado, aquéllos que de alguna manera están implicados en el insider trading son muy fuertes en sus protestas de inocencia debido a la dimensión ética.*

Al menos en los Estados Unidos, el *insider trading* es tomado muy en serio. Cualquiera ejecutivo que sea acusado de *insider trading* estará enfrentando una denuncia penal. Si yo estuviera en esa posición, también utilizaría el argumento ético para intentar defenderme de los cargos que se imputan. Muchos denunciados dirían: "Creo que es totalmente contrario a la ética incurrir en este tipo de conducta. Por eso usted sabe que yo nunca haría algo así. Mejor no me meta a la cárcel, ni me multe por 100 millones de dólares". Exactamente cómo se desarrollará la ética en un mundo sin la actual restricción legal es una cuestión mucho más complicada. Las personas no tendrían la ventaja estratégica de apelar al argumento ético como una vía para incumplir sus obligaciones.

Mi propio instinto me conduce a no ser un fanático del *insider trading* como una forma de retribución. Si fuera mi empresa, sería muy cauto, por las siguientes razones. Generalmente, queremos que la compensación sea proporcional con el valor de lo que el trabajador aporta con su trabajo. Si un empleado importante, bien remunerado, y neutral al riesgo, posee información sobre qué tan duro están trabajando los demás empleados de la empresa, podrá negociar con esa información y obtener una ganancia. Sus ganancias finales no guardarán relación con el valor de su trabajo. Muchas empresas probablemente establecerán la otra regla y prohibirán el *insider trading*. Podemos juzgarla como una decisión ética si queremos, porque efectivamente estamos diciendo que la información del interior de la empresa tiene algunas características perjudiciales, en el sentido que el valor de la información poseída por los *insiders* no guarda relación con el valor que aportan a la firma. En estos casos, serán más apropiadas otras formas de retribución a la medida de lo que contribuyen las personas. La mayoría de las empresas probablemente no adoptará la opción del *insider trading*. Lo que será distinto son los tipos de sanciones impuestas por la violación de una regla de la compañía en comparación con la de una norma de carácter general.

Generar confianza en el mercado es una prioridad mucho mayor para las empresas que para el intercambio en su conjunto. El CEO americano parece gastar

una gran cantidad de tiempo trabajando con analistas, bajo el supuesto que una palabra equivocada va a afectar el valor de los valores en el mercado, y probablemente su propio trabajo. Los incentivos privados son tan fuertes que no necesitamos preocuparnos por los intercambios.

Cuando escucho a alguien hablar sobre ética sin tomar en cuenta a los particulares, presumo que esta persona cree que hay algo incompleto en el análisis y yo quiero saber qué debería ser agregado. Los temas que acabo de tocar agregan dos factores. Uno es el reconocimiento de cómo las personas ajustan sus argumentos para responder a la inevitable prohibición legal. El otro es el argumento económico de que el derecho de negociar con información interna puede ser una forma ineficiente de retribución, a pesar del intento de Henry Manne de convencernos de su eficiencia. Desde luego, en algunas empresas sería una política ineficiente, pero sería incluso más beneficiosa que la siguiente mejor alternativa. Es claro que existe una solución uniforme. Tratar de imponer la uniformidad trae consigo el problema de un solo tipo de solución que siempre imponen las regulaciones. Resulta claro de la literatura económica moderna que las cuestiones referidas a la distribución de valores en una empresa —si hay un libro de control, si las instituciones o individuos van a percibir una retribución por sus acciones, si hay una transacción que está por iniciarse— pueden crear una gran diferencia en la estructuración de una regla específica óptima. Estos factores tienden a ser olvidados cuando utilizamos las normas para crear reglas inflexibles para la negociación de acciones a través de ofertas públicas. La gran variedad de circunstancias en que se desarrollan los negocios y la uniformidad de la regulación, crean juntas un problema endémico para toda el área de la regulación de los negocios. No está confinado a las reglas sobre el *insider trading*.

*Usted se refirió a la posibilidad de que la divulgación de donaciones políticas traiga consigo que el que aquéllos que apoyaron a los perdedores sean víctimas de represalias. ¿No está implícito en lo que ha dicho que ha valorado el daño potencial de vengarse de aquellos que apoyaron al candidato perdedor como más importante que el daño potencial de los favores otorgados a aquéllos que secretamente apoyaron al candidato vencedor? ¿Puede afirmarse esto?*

Lo que he dicho es que no estoy seguro de cuál deba ser la respuesta a esa pregunta. Pero he dicho que, para justificar la regulación, necesitamos probar no sólo que la desigualdad se produce en el sentido que

tú señalas, sino también que el problema es lo suficientemente importante para justificar los costos administrativos necesarios para resolverlo. Déjenme darles otro ejemplo en el que hemos ido en dirección opuesta al caso de la divulgación. John Stuart Mill estaba a favor del voto público. Él pensaba que cualquiera que quisiera participar en una elección debería ser requerido a anunciarle al mundo: "Yo estoy por White". Hoy en día el voto secreto es considerado como parte esencial del proceso democrático, y por una razón: miedo. El miedo de la venganza es un factor muy importante. Hace algunos años en Chicago, por ejemplo, se realizó una encuesta a boca de urna para ver si el alcalde Daley, candidato favorito, podría ganar. Uno de nuestros periodistas locales predijo confiadamente sobre la base de las encuestas que Daley iba a triunfar en las elecciones. Sin embargo, las cosas cambiaron y este candidato perdió. Mike Ryoto –que es un experimentado periodista de Chicago- fue entrevistado acerca de lo ocurrido y dijo algo como: "No le crean a las encuestas. Había un miembro del partido del alcalde parado a ocho metros de distancia del lugar en que se efectuaba la encuesta. Todos sabían eso y mintieron sonriéndose a sí mismos cuando lo hacían, porque temían una venganza si es que esta persona se enteraba que habían votado por el candidato opositor". Por eso el miedo es un aspecto a tomar en cuenta.

Otro ejemplo es la crisis de conciencia en la Universidad de Chicago sobre la decisión de invertir fondos en Sudáfrica. Esto tenía que ser resuelto mediante el voto de todos los miembros de la facultad en una reunión de profesores. Todos los miembros que protestaban contra esta medida –sin excepción- demandaron una votación secreta. Ninguno de ellos quería ser visto votando en contra de la administración de la universidad –aún cuando dudaban de la posibilidad de una venganza. Una vez que nos percatamos que las represalias son un factor real en el caso de las votaciones, no me parece que haya un trato superficial respecto de las contribuciones du-

rante las campañas. La cuestión no es decisiva, pero es muy importante.

Hay otro elemento a considerar (algo que siempre me llama la atención cuando considero la información y el proceso político). Los daños de las represalias son directamente proporcionales con la cantidad de bienestar que puede ser afectado, de una forma u otra, por la acción del gobierno. Uno de los argumentos más poderosos en favor de un gobierno limitado es que mientras más pequeño el gobierno menor la venganza, porque habrán menos *levers* bajo su control. Cuando consulto con los mayores negocios norteamericanos siempre me asombra lo temerosos que son. Yo les digo: "¿Por qué simplemente no dices la verdad acerca de esta regulación?" Sus respuestas frecuentemente son así: No teníamos sólo una droga antes de la vigencia de la *Food and Drug Administration*. Teníamos cientos. Si hablamos en un caso, tendremos que pagar el precio de otras regulaciones. Por eso mejor guardamos silencio". En términos de la práctica del día a día, una amplia discreción en la asignación de licencias y privilegios pueden hacer de la venganza la orden del día. Yo he conocido grandes empresas que han tenido temor de demandar al gobierno por miedo de que su negocio se venga abajo por una aplicación literal de las normas de inspección rutinaria de actividades no relacionadas directamente con la controversia. Y en el ámbito privado, las historias están plagadas de venganzas. No podemos escapar a este problema de la venganza en ningún campo, ni el público ni el privado. Pero podemos intentar limitar su espacio. De hecho, una buena razón para disminuir el tamaño del gobierno es para reducir el espacio de potencial venganza con la finalidad de abrir el discurso público y su oposición. Mientras más grande el gobierno y más sean las actividades que abarque, más difícil resultará evaluar el riesgo de acercarse al público críticamente. Soy genuinamente ambivalente sobre la respuesta para la pregunta sobre las donaciones políticas, porque el problema no tiene una solución de un solo lado.