

# El valor de la información en el juego del mercado

por Norberto Bruno

## 1. Introducción

En el desenlace del filme *Wall Street*, Gordon Gekko, el magnate inescrupuloso personificado por Michael Douglas, bebe de su propia medicina. El joven agente de bolsa Buddy Fox (representado en la misma película por Charlie Sheen), remordido del daño que había provocado su alianza de negocios con aquél, se asocia con otro *broker* y le hace perder una fortuna. Al final Gekko, indignado por la mudanza del muchacho, le recrimina vehementemente esa actitud recordándole que fue él quien lo inició en el conocimiento de las dos claves para triunfar en el ramo bursátil: el valor de la información y cómo obtenerla.

La receta del éxito enunciada por Gekko, aunque no es a prueba de las emociones humanas como lo demuestra su vulnerabilidad posterior, recoge la esencia de un principio de las finanzas en acción: para “batir al mercado” es necesario tener mejor información que los demás. Mejor es también tenerla antes que los competidores. Cuanto más desigual sea la distribución y posesión de la información menos equitativo es el “juego del mercado” y más ilusoria la proposición de eficiencia sistémica. Pero la teoría de los mercados financieros eficientes da por sentado que los sujetos inversores son todos ellos individuos racionales, informados a un mismo nivel y con expectativas homogéneas. Es célebre el teorema de la separación de las decisiones financieras de la firma (inversión y financiación), en cuya base está la hipótesis de que la estructura de la información de la economía es conocida, estable y estacionaria. Desarrollos académicos posteriores dan cuenta de la teoría de la agencia, la teoría del orden de preferencia y la teoría de la señalización, las cuales reparan en la existencia de asimetrías informativas y de conflicto de intereses entre las partes involucradas en aquel tipo de decisiones.

Los párrafos anteriores insinúan el asunto central de nuestra ex-

posición: la información. Más precisamente, se trata de mostrar, sin pretensión de exhaustividad, los desequilibrios y riesgos que sobrevienen al compás de las relaciones de intercambio en los mercados financieros. La oportuna y superior disponibilidad de esa información hace a la potencialidad de los agentes de intermediación financiera, abriéndoles el camino a diferenciales ventajas operativas y competitivas, pero por eso mismo también propicia la imputación de mayores responsabilidades de orden contractual y moral.

## 2. El valor de la información

Cuando los economistas hablan de mercado financiero eficiente quieren significar que la información relevante y averiguable está ampliamente disponible y de forma barata para los inversores y que toda ella está ya reflejada en los precios de los títulos. Esta es la razón por la que las compras o ventas en un mercado eficiente son transacciones de valor presente neto igual a cero. En un mercado con esa característica la competencia es feroz y los inversores no se sacan ventaja.

Pero en la realidad puede suceder que una persona tenga información que para cualquiera otra es demasiado gravoso el obtenerla. Esta clase de información se llama privada o privilegiada. Los ejecutivos de Enron utilizaron información privilegiada para quedarse con cerca de mil millones de dólares poco antes de que la empresa fuera a la quiebra.

El concepto de información privada está emparentado con el de la información asimétrica. George Akerlof, Michael Spence y Joseph Stiglitz fueron galardonados con el Premio Nobel de Economía 2001 por sus trabajos sobre “Los mercados con información asimétrica”.

Para entender las consecuencias del concepto de información asimétrica hay necesidad de comprender primero la noción de relación de agencia. Una relación de este tipo se da siempre que alguien (el principal o mandante) contrate a un tercero (el agente) para que represente sus intereses. En esta relación existe la posibilidad de que surja un conflicto de intereses entre el principal y el agente. Tal conflicto recibe el nombre de problema de agencia. Si uno quiere evitar este problema, o cuando menos acotar sus efectos, debe incurrir en costos de agencia. Así se llaman a las erogaciones que se realizan para mantener bajo cierto control el comportamiento del agente o para inspirar en éste la adopción de una conducta leal.

La presencia de información asimétrica determina el estado de

observación limitada. Ello quiere decir que en una relación de agencia hay acciones de una de las partes que permanecen ocultas al campo perceptivo de la otra. Esta incompleta visibilidad es la causa de las siguientes dos cuestiones:

- Selección adversa
- Riesgo moral

La selección adversa es connatural a las situaciones en las que el principal desconoce *ex ante* la distribución de probabilidad de las características del comportamiento del agente y sólo puede observar *ex post* los resultados de las acciones de éste.

El riesgo o daño moral (*moral hazard*) aparece cuando, después del establecimiento de una relación contractual entre partes, un estado de la naturaleza es revelado únicamente a una de ellas. Generalmente, la parte informada es el agente y la no informada es el principal.

La relación entre los propietarios y los administradores de una empresa ilustra un caso de contrato de agencia. En esta relación, los propietarios, en el rol de principal, encomiendan a los administradores (el agente) la gestión del patrimonio societario en la forma que aumente su valor. Dentro de este marco, es factible que surjan entre las partes contractuales problemas de agencia.

En un mundo en el que los mandantes ejercen un control imperfecto sobre sus agentes, cabe que éstos no siempre hagan operaciones procurando los mejores intereses de aquéllos. Los agentes tienen sus propios objetivos y puede que, a veces, les convenga sacrificar los intereses de sus mandantes.

Adam Smith, en su memorable obra *La riqueza de las naciones*, ya anticipaba esta clase de problemas en el porvenir de la entonces naciente sociedades por acciones y lo ponía en los siguientes términos:

“Sin embargo, como los directores de estas compañías (sociedades anónimas) administran dinero ajeno y no el suyo, difícilmente pondrán el esmero y el cuidado que ponen los socios de una sociedad en nombre colectivo. Como los mayordomos de un hombre rico, los directores tienden a concentrarse en asuntos de poca monta sin tener en cuenta el honor de su patrón y muchas veces prescinden totalmente de él. Así pues, la negligencia y la

largueza siempre prevalecerán, más o menos, en la gestión de este tipo de empresa”.

Sobre el mismo tema se ha dicho que, en algunas ocasiones, los administradores son “satisfacedores” y no “maximizadores”, esto es que estarían más preocupados por perpetuar su propia existencia que por maximizar el valor de la firma para sus propietarios. La meta más importante para un gerente de este estilo puede ser su propia supervivencia y, como consecuencia, no estará dispuesto a asumir riesgos, así sean razonables. Los trabajos de Kahneman y Tversky sobre *behavioral economics*, distinguidos con el Premio Nobel de Economía 2002, argumentan que esta “aversión a las pérdidas”, antes que ocasional, es un componente corriente del paradigma decisional del sujeto en situación de negocios.

La teoría ortodoxa de la corporación postula que el ejecutivo máximo (CEO) está al servicio de un directorio que representa los intereses de los propietarios. Y, para reforzar esta disposición, estima conveniente que el régimen de compensaciones de la administración sea una función de la creación de riqueza que resulte de sus decisiones. En este contexto, las opciones de compra de acciones de la misma compañía, integrando los beneficios a favor de la gerencia, son vistas como un incentivo eficaz para alinear los intereses de ésta con los de los propietarios. También sería necesario que la administración perciba la probabilidad de reemplazo en caso de que se distancie de las metas de los propietarios. Este aspecto tiene que ver con el control de la empresa y con la existencia a su interior de efectivos mecanismos de *accountability*. Además de los comentados generadores de buena conducta, dice la misma teoría, el mercado provee sus propios incentivos para impulsar el comportamiento ético de la gerencia. Los mercados imponen costos potencialmente sustanciales sobre los individuos y sobre las instituciones que incurran en una conducta no ética. El establecimiento y mantenimiento de una reputación de comportamiento ético es un activo corporativo muy valioso en la comunidad de negocios (Ross, Westerfield y Jordan, p. 14).

La sucesión de escándalos corporativos, desplegada públicamente en la primera parte de este año, con raíces en la contabilidad creativa y en la utilización de información privilegiada, es una evidencia refutadora de los supuestos sobre los que descansa la teoría oficial de las firmas de negocios. Pareciera entonces que, contrariamente a lo esperado, la compensación a los altos ejecutivos basada en la creación de valor ha estimulado la aparición en la alta gerencia de com-

portamientos no éticos, fraudulentos y desleales. Sin embargo, la legislación sobre responsabilidad corporativa sancionada por el gobierno de EE.UU., para cerrar el capítulo de las “ganancias ficticias y fáciles”, no asume lo ocurrido como un problema sistémico, ya que “la gran mayoría de los hombres y mujeres de negocios son honestos. Tratan bien a sus empleados y a sus accionistas. No toman atajos éticos...”. Una perspectiva diferente del problema tiene el economista Paul Krugman, quien, sin llegar a afirmar terminantemente que los ejecutivos sean unos bribones conscientes, empero, cree que el sistema corporativo de los norteamericanos incentiva enormemente la mala conducta.

### **3. Servicios y beneficios de la intermediación financiera**

En un mercado financiero se negocian activos o instrumentos financieros. Lo propio de un activo financiero es que otorga a su tenedor un derecho de propiedad sobre un flujo de fondos, determinado o determinable, según la naturaleza y condiciones de emisión del instrumento. La contraparte de este valor es un pasivo financiero en cabeza de la unidad o institución emisora. Al mercado financiero concurren las unidades que quieren comprar activos financieros y las que quieren venderlos. Las unidades que demandan activos financieros lo hacen porque tienen excedentes de fondos y la voluntad de ahorrar. Por su parte, las unidades que ofrecen activos financieros (obligaciones para ellas) lo hacen porque necesitan fundear su consumo o su inversión. He aquí, entonces, una de las principales funciones del mercado financiero: transferir fondos desde las unidades económicas superavitarias hacia aquellas deficitarias.

Las unidades que ahorran y las que necesitan fondos pueden vincularse directamente, suscribiendo o comprando las primeras los valores (activos financieros) que emiten las segundas. Esta reunión, esta conexión directa no es posible en todas las circunstancias y para todas las personas. En ocasiones, las más de las veces, los balances de rendimiento, riesgo y liquidez de las unidades superavitarias y las deficitarias no son concordantes. No se verifica la triple coincidencia de deseos. Por ello, existe otra forma de conexión entre tales unidades a través de la financiación indirecta. Esta tarea la cumplen los intermediarios financieros, típicamente los bancos comerciales. Estos intermediarios, al agregar unidades superavitarias y deficitarias y operar como nexo entre ellas, solucionan aquella disparidad quedán-

dose con un margen que les sirve para cubrir sus costos de gestión y obtener un determinado nivel de rentabilidad. Al colocarse entre los prestatarios y los acreedores finales, transforman los derechos directos en indirectos. El derecho indirecto está representado por una cuenta a la vista o un certificado de depósitos.

La intermediación financiera es justificada, desde el punto de vista económico, por proporcionar una diversidad de servicios y beneficios, a saber:

1. **Costos de transacción.** La continuidad del negocio de los intermediarios financieros les permite contar con economías de escala que no están disponibles para el prestatario o el ahorrador individual. Estas economías reducen los costos de transacción y aquellos asociados con la búsqueda e identificación de posibles prestatarios y ahorradores.
2. **Producción de información.** El intermediario financiero puede desarrollar información sobre el prestatario final en una forma más eficiente que el ahorrador. Además, el intermediario está en mejores condiciones para reducir el problema de riesgo moral de una información no confiable.
3. **Divisibilidad y flexibilidad.** La oferta de valores indirectos de diversas denominaciones hace a los intermediarios financieros más atractivos para el ahorrador. Asimismo, los prestatarios tienen mayor flexibilidad al tratar con un solo intermediario financiero que con un gran número de acreedores, lo cual los capacita para conseguir términos que se ajusten mejor a sus necesidades.
4. **Diversificación y riesgo.** Con cierto número de valores primarios diferentes, que estén correlacionados de manera algo imperfecta unos con otros, el intermediario puede reducir el riesgo asociado con las fluctuaciones en el valor del principal. Los beneficios del menor riesgo se pasan a los tenedores de derechos indirectos.
5. **Vencimiento.** Un intermediario financiero puede transformar un valor primario de cierto vencimiento en valores indirectos con diferentes vencimientos. Como resultado, los vencimientos de los valores primarios y de los indirectos pueden ser más atractivos para los acreedores y prestatarios finales que lo que serían si el préstamo fuera directo.
6. **Pericia y conveniencia.** El intermediario financiero es un experto en efectuar compras de valores primarios y, al hacerlo, elimina la inconveniencia que representa para el ahorrador el

efectuar compras directas. El intermediario financiero también es un experto en el trato con los ahorradores finales, una habilidad de la que carece la mayoría de los prestatarios (Van Horne, ps. 491/2).

La posición institucional de los intermediarios financieros los obliga a tener un enfoque, un método y una preparación operativa para resolver o disminuir los problemas inherentes a la selección adversa y al daño moral.

La selección adversa es más sensible a la relación de los bancos con los demandantes de crédito. En efecto, los bancos no tienen posibilidad de conocer con certeza la futura voluntad y capacidad de pago de los distintos demandantes de crédito. Conscientes de este problema, formulan una previsión promedio que incluyen en las tasas a cobrar y exigen garantías apropiadas a la mejor defensa de sus créditos. Llevadas a un punto alto en magnitud y generalidad, estas precauciones pueden conducir a cerrar el mercado de crédito a buenos proyectos de inversión.

El daño o riesgo moral puede presentarse tanto en la relación bancos-demandantes de crédito como en la relación depositantes-bancos. En el primer caso, el riesgo moral aparece cuando los bancos deciden financiar proyectos de inversión altamente riesgosos, sin importarles la solvencia de los demandantes de crédito, pues los fondos disponibles para el otorgamiento de préstamos provienen básicamente de los depositantes y no de su capital propio. Con respecto a la segunda relación, el riesgo moral se presenta cuando los depositantes escogen, para la colocación de sus ahorros, instituciones financieras que pagan las mayores tasas de interés, sin considerar que lo pueden estar haciendo porque enfrentan una situación crítica, ya que descuentan que, en el peor de los casos, las entidades serán auxiliadas por el Banco Central u operará a favor de los ahorristas el sistema de garantía de depósitos.

Los bancos son propensos a asumir más riesgos que los ahorradores individuales por varias razones. Una de ellas tiene que ver con el hecho de que la responsabilidad de los dueños de un banco (los accionistas) está limitada a su capital accionario. En finanzas, la responsabilidad limitada refiere a la opción de no pagar la deuda que tienen los accionistas. Con el foco de la teoría financiera de opciones, los propietarios pueden ser vistos como poseyendo una opción de compra (*call*) sobre el activo del banco. Dos variables relevantes para la valorización de opciones financieras son el precio de ejercicio y la variabilidad del precio del activo subyacente (volatilidad).

Según esa misma teoría, el valor de la opción aumenta con la volatilidad, con un precio de ejercicio igual al valor de la deuda. La deuda y el capital accionario tienen diferentes prioridades y distinta exposición a la volatilidad de los retornos. Esto genera un importante conflicto de intereses entre los accionistas (propietarios de un banco) y los depositantes, pues los primeros están más propensos a asumir riesgos que los segundos. Este es el problema de la agencia y de aquí se desprende el riesgo moral. Si bien esto es cierto para cualquier empresa, se ve agravado en los bancos por dos razones: su alto nivel de apalancamiento y la falta de profesionalidad de los inversionistas, pequeños depositantes, que no tienen la pericia ni el incentivo adecuado para vigilar a los bancos. La responsabilidad limitada de los accionistas es uno de los fundamentos de la regulación en defensa de los depositantes.

Otra de las razones está vinculada con la existencia del prestamista de última instancia. Esta función, aunque busca la estabilidad financiera, fomenta el riesgo moral. Puesto que el rescate de los bancos ocurre de todas maneras, hay un incentivo para realizar operaciones de alto riesgo pero que también implican la posibilidad de obtener elevados rendimientos. Si de rescates se trata, el FMI, de acuerdo con los últimos comentarios de su economista jefe y director de investigación, Kenneth Rogoff, parece estar virando hacia el punto de vista de que sus grandes operaciones de socorro a países en serios problemas de deuda no contribuyen al aumento del riesgo moral (*moral hazard*). Si bien en el pasado Rogoff fue uno de sus principales críticos, ahora sostiene que el riesgo moral puede ser una idea atractiva e ingeniosa, pero que muy poco se ha hecho para hallar pruebas empíricas que fundamenten la relación de éste con las crisis financieras (Rogoff, p. 56).

En el caso de muchos países emergentes, la prueba empírica de los efectos nocivos de la selección adversa y el riesgo moral se encontraría en su propia historia económica. Allí se observa una tradición de prodigalidad gubernamental con el ahorro y el tesoro común de sus habitantes. Estamos aludiendo a las recurrentes experiencias de "estatización" de deuda privada, de otorgamiento de seguros de cambio con cargo al presupuesto público, entre otras modalidades de "salvatajes" generalizados. La realidad institucional de esos países se ha caracterizado por la permeabilidad de los gobiernos al *lobby* corporativo o empresarial y su baja capacidad para la formulación, implementación e imposición de las políticas públicas. En esas condiciones, los grupos económicos se sienten tentados a asumir posiciones de riesgo (p.ej., apalancarse con deuda en moneda extranjera)

bajo el supuesto -implícito o explícito- de que llegados el momento y la oportunidad, será posible forzar al Estado a acudir en su apoyo y hacerlo compartir, cuando no absorber totalmente, las pérdidas o los pasivos correspondientes. Los prestamistas no son ajenos a estas mismas expectativas cuando califican como tomadores aptos de crédito en moneda extranjera a personas físicas o jurídicas que no acreditan cobertura en activos o en flujo de fondos para enfrentar las variaciones en la moneda de pago de la deuda.

#### 4. Conclusión

Como en los mercados altamente competitivos nadie tiene el monopolio de las buenas ideas, es muy difícil obtener ventaja. La lección de la práctica en tales mercados es que las diferencias apreciables se consiguen adquiriendo o creando un atributo de desequilibrio singular. Esto es el privilegio de la información asimétrica. En ocasiones, el desequilibrio es producto de males artes.

Los recientes escándalos corporativos, que involucraron a gigantes de los negocios norteamericanos, llevaron a Lester Thurow a recomendar la conveniencia de advertir "a los pequeños inversores que el juego está arreglado de antemano". En virtud de lo cual, ningún inversor particular, por mejor informado que esté, puede jugar al mismo nivel que los inversores institucionales, las firmas de Wall Street y los ejecutivos corporativos. Krugman advierte el mismo fenómeno diciendo que "... el juego de los negocios, al estilo moderno, está arreglado a favor de *los de adentro*".

No es buen consejo para cualquier autoridad pública que se precie de legítima la contemplación pasiva de componendas de esa naturaleza como si tratara de episodios de codicia dentro de la dinámica natural del capitalismo. La protección del accionista minoritario, del pequeño inversor/ ahorrista en el sistema bancario o de fondos de pensión, deberían ser preocupaciones prioritarias de la política y de la praxis de la regulación pública de mercados financieros. Más aún, un Estado celoso de la preservación de las reglas sanas del capitalismo debería hacer lo necesario para evitar que estos despropósitos o desequilibrios lleguen al grado de un virtual latrocinio, imponiendo la vigencia de las garantías constitucionales, restableciendo los derechos avasallados e imputando las cargas y costos con arreglo a las responsabilidades contractuales y morales de cada parte.

Si en esos casos el Estado se mantuviera prescindente o tuviera una intervención para convalidar o agravar los desequilibrios, al mismo

- tiempo estaría emitiendo una señal al mercado que la interpretaría como un incentivo a reproducir o reforzar los actos de pillaje y predación patrimonial.

## 5. Bibliografía

Rogoff, Kenneth, "Moral Hazard in IMF Loans How Big a Concern?", en *Finance & Development*, Fondo Monetario Internacional, Sept. 2002, Vol 39, Núm. 3.

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph y Jordan, Bradford, *Fundamentos de finanzas corporativas*, Ed. Mc Graw-Hill, México 2000.

Van Horne, James C., *Administración financiera*, Ed. Prentice Hall, México 1997.