

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
Escuela de Economía Empresarial
MASTER EN FINANZAS

**EL IMPACTO DE LA REGULACION FAIR DISCLOSURE
SOBRE LA TEORIA DE MERCADOS EFICIENTES**

MA. GUILLERMINA LOPEZ AGUADO

TESIS DE GRADUACION
TUTOR: JORGE FANTIN
JUNIO DE 2001



12700

COMENTARIOS PRELIMINARES

El objetivo del presente análisis es estudiar la validez de la teoría de mercados eficientes, frente a la implementación de una nueva regulación que afecta la manera en que las empresas distribuyen la información a sus inversores, y cuyos efectos se presentan como contrarios a dicha teoría.

La teoría de mercados eficientes es uno de los postulados sobre los que se han desarrollado los mercados de capitales, por lo tanto, el estudio de una posible contradicción que invalide esta teoría es fundamental.

Debido a que la regulación sólo ha estado en efecto por dos trimestres el estudio se centrará en los aspectos cualitativos, usando como evidencia artículos, encuestas, y reportes publicados en diversos medios; y un análisis cuantitativo será presentado como soporte, teniendo en cuenta la limitada validez estadística de un estudio sobre un hecho tan reciente.

El análisis está dividido en cuatro partes: una introducción, donde se presentan las bases de esta nueva regulación, y una breve reseña de la teoría de mercados eficientes; una segunda sección donde se presenta la evidencia; un análisis donde se desarrollan los puntos del estudio cuantitativo; y una conclusión, donde se analizan todos los elementos presentados.

INTRODUCCIÓN

El 23 de octubre de 2000, la Securities and Exchange Commission (SEC) – Comisión que regula la actividad de los mercados accionarios en los Estados Unidos— aprobó nuevas reglas sobre la forma en que las empresas públicas deben diseminar información a los inversores, poniendo barreras a las comunicaciones privadas con ciertos grupos que actúan en los mercados (por ej.: brokers, analistas financieros, etc.). Estas nuevas reglas, conocidas como Regulation Fair Disclosure, Regulación para la justa distribución de la información (“Reg FD”), cambiaron dramáticamente la forma en que las compañías se relacionan con sus inversores institucionales.

Bajo la Reg FD, las empresas no podrán dar información material en forma selectiva a los analistas de Wall Street e inversores institucionales antes de poner

esa información a disposición del público en general.¹ La regulación está diseñada para crear una situación más equitativa para todos los inversores, tanto grandes como pequeños. La SEC no quiere que las empresas utilicen a los analistas como medio de comunicación con el público, para difundir información importante. Cualquier evento o proyecto que sea material, en cuanto pueda afectar el precio de cotización de las acciones de la compañía, debe ser comunicado a todos los inversores en forma transparente y simultánea. Especialmente, si es práctica común para la empresa hacer correcciones en las expectativas y modelos de los analistas, con las nuevas reglas deberán hacer públicos esos comentarios, para que todos los inversores tengan la posibilidad de tomar en consideración esa información en sus decisiones.

La Reg FD² determina básicamente, que cuando un emisor, o alguien actuando en su nombre, distribuye información no pública y material en forma intencional, debe tomar las medidas necesarias para que dicha información alcance al público general en forma simultánea; si la información se distribuye en forma no intencional, el emisor debe hacer pública esa información en forma inmediata, más precisamente dentro de las 24 horas hábiles.

A los efectos de la Reg FD, "información material" se define usando el comúnmente aceptado estándar de la ley federal de instrumentos financieros de los Estados Unidos, como: "información que existe suficiente probabilidad que un inversor razonable considere importante al tomar una decisión de inversión, o que altera en forma significativa el conjunto de la información disponible al público". En este contexto, apreciaciones acerca de resultados futuros serían consideradas materiales.

La SEC excluyó las comunicaciones con la prensa, agencias calificadoras y clientes en el texto de la Reg FD. Estas comunicaciones deben estar contenidas en el marco de un acuerdo de confidencialidad.

La Reg FD es la respuesta de la SEC a numerosos reportes criticando la forma en que los ejecutivos informaban a los analistas y accionistas institucionales sobre determinados eventos, dándoles una ventaja frente a los accionistas que no recibían dicha información (normalmente avisos previos a

revisiones de *earnings*). Aparentemente se había convertido en práctica común en los últimos años que los analistas acercaran sus informes y modelos sobre una compañía a los ejecutivos de la misma, quienes ajustaban los números y proveían información adicional o corregían los modelos. El punto principal de la Reg FD es evitar que las compañías realicen estas tareas en comunicación privada con los analistas. Si quieren cambiar las expectativas del mercado en cuanto a sus *earnings* deberán hacerlo en forma abierta y pública.

Los avances tecnológicos que facilitan la distribución rápida y efectiva de información, hacen que los emisores no tengan que utilizar a los analistas como intermediarios en la distribución de información, si no que puedan comunicarse más directamente con el mercado. La Reg FD busca cambiar el rol del analista a una posición más "analítica". Igualmente, a pesar que la SEC apoya el uso de las herramientas tecnológicas disponibles para diseminar la información, aún no considera comunicaciones en el sitio corporativo de Internet como suficiente para cumplir con la Reg FD. Las empresas deben utilizar los métodos tradicionales, ya sea comunicados de prensa o formularios estandarizados de la SEC para satisfacer las reglas establecidas bajo la Reg FD.

Uno de los comentarios más comunes acerca de la Reg FD es que ya existe una regulación que protege contra *insider trading*. Sin embargo, bajo las leyes existentes, un ejecutivo que provea información confidencial a un analista sin un beneficio directo hacia él no podría ser juzgado ya que sería prácticamente imposible probar fraude, que es el basamento de la regulación de *insider trading*.³ En vista de la decisión apoyando esta postura de la Corte Suprema en 1983 en *Dirks vs. SEC*, que estableció que el ente regulador debe establecer que el ejecutivo de la empresa que informa, y no la persona recibiendo la información, tuvo una ganancia personal relacionada con este hecho.⁴ Por lo tanto, la SEC se vio en la necesidad de generar una regulación que tuviera en cuenta estas diferencias y así poder incluir los casos donde se produce una distribución de la información en forma selectiva, pero sin llegar a tener una ganancia directa por parte del ejecutivo que realizó la comunicación.

A partir de los puntos más importantes de la Reg FD, el propósito de esta discusión es presentar los argumentos que contradecían a la ley de mercados eficientes que se dieron como razón fundamental para que esta regulación no entrara en efecto. La razón principal que tomaron los analistas como prueba del aspecto negativo de Reg FD fue el aumento de la volatilidad de los mercados. Sin embargo, la teoría de mercados eficientes indica que un aumento de la información disponible al público debería disminuir la volatilidad en lugar de aumentarla.

La teoría de mercados eficientes, en sus tres formas: fuerte, semifuerte y débil, establece que los precios de las acciones en el mercado reflejan la información disponible a los inversores. En su forma débil, esta teoría indica que los precios reflejan toda la información derivada de transacciones anteriores, es decir, que no se puede obtener un retorno extraordinario analizando las tendencias de precios ya que esta información está disponible al público y la eficiencia del mercado haría que una señal de compra o venta estuviera acompañada inmediatamente por un alza o baja del precio, respectivamente. La forma semifuerte de la teoría de mercados eficientes postula que los precios reflejan toda la información pública disponible, ya que si cualquier inversor puede acceder a dicha información, ésta sería automáticamente incorporada al precio de cotización de la acción. La forma fuerte establece que los precios incluyen toda la información sobre una compañía, incluso información privada sólo disponible para un grupo cerrado dentro de la empresa.⁵ Sin importar cual de estas formas creamos que aplica al mercado de capitales, de todas ellas podemos inferir que cualquier información adicional será incluida en el precio de la acción, por lo tanto, cuanto más información esté a disposición del público, más baja será la volatilidad ya que habrá menos incertidumbre.

Tomando como punto de partida la actividad de la SEC para regular la actividad de los *insiders*, se puede establecer que la forma fuerte de la teoría de mercados eficientes no domina los mercados de capitales. Por lo tanto, para los fines de este análisis se considerará la teoría de mercados eficientes en su forma

semifuerte, teniendo en cuenta que su definición es más amplia y contiene a la forma débil.

Como apoyo a la teoría de mercados eficientes y en contrapartida a la idea que la Reg FD ha provocado un aumento en la volatilidad de los mercados, puede citarse el Elliot Report, estudio realizado por un comité especial de la AICPA –American Institute of Certified Public Accountants, o Instituto Americano de Contadores Públicos Certificados. Este es estudio realizado en 1997 observaba las consecuencias de un sistema de información financiera en la que se actualizaban los datos en forma continua a través de una red de computadoras. La conclusión de este estudio fue que en la medida que se distribuye mayor cantidad de información corporativa en forma más frecuente, la volatilidad por asimetría o falta de información se reduce y, en cambio, se observa volatilidad en respuesta a fenómenos externos que producen un cambio en el valor real de la compañía.⁶

PRESENTACIÓN DE LA DOCUMENTACIÓN

¿Cómo se puede explicar la justificación de los analistas frente a la Reg FD y el argumento del aumento de la volatilidad?

Primero, sería interesante analizar los argumentos y las diferentes posturas que tomaron los analistas, los medios y la SEC frente a la Reg FD.

La revista BusinessWeek publicó en noviembre un artículo donde señalaba que el efecto inmediato de la Reg FD sería mayor volatilidad debido a que las compañías no podrían “ajustar” los resultados de los analistas a mitad del trimestre sin alertar al público en general.⁷ En el mismo artículo, se señalaba el caso de VA Linux, una empresa fabricante de computadoras, que emitió un comunicado de prensa anunciando una reducción de sus ganancias esperadas para el primer trimestre de 2001 y sufrió una baja del 40% en el valor de sus acciones en un día. La autora del comentario indicaba que si en lugar de un comunicado de prensa la empresa hubiera transmitido la noticia a unos pocos analistas y los hubiera dejado comunicar las nuevas expectativas en forma gradual al mercado, la baja no hubiera sido tan estrepitosa. Lo que el artículo no

menciona es que en esta última situación, los clientes de esos analistas hubieran tenido la oportunidad de vender sus acciones a un precio más ventajoso que aquellos inversores que recibieran la noticia en segundo término. La Reg FD apunta a establecer un nuevo equilibrio donde estas diferencias no existan, y los inversores independientes tengan la oportunidad de tomar decisiones de inversión cuando las noticias se ponen a disposición del público. Es importante aclarar que la Reg FD no quiere eliminar a los analistas, al contrario, la mayoría de los inversores probablemente seguirán contando con las recomendaciones de los analistas, lo que se busca es que aquellos que no quieran recurrir a estos servicios tengan la misma información como punto de partida.

En el diario Financial Times también comentaron la brusquedad con que los mercados reaccionan a los anuncios de resultados ya que los ejecutivos no pueden “preanunciar” a los analistas y de esta manera suavizar un poco estas respuestas.⁸ Especialmente se plantea la situación de los mercados en los últimos meses del año 2000 como ficticia, y al dejar a los analistas sin la posibilidad de verificar sus expectativas, se produjeron mayores sorpresas en los anuncios de las empresas de lo que los mercados estaban dispuestos a soportar (este punto en particular será desarrollado en más profundidad en el análisis cuantitativo). George Kramer, de la Securities Industry Association –una de las organizaciones que más lobby hace en favor de Wall Street y los fondos mutuos– llegó a decir que cuanta más información se distribuya, más van a caer los precios de las acciones, implicando un aumento de la volatilidad relacionado con esta mayor disponibilidad de información.

Los analistas justifican la mayor diversidad de sus estimaciones en función de la falta de información específica, y dicen que están “volando en la oscuridad” en lo que hace a los futuros resultados de las compañías. Según esta lógica, una mayor diversidad de expectativas aumentaría la volatilidad del mercado.⁹

Hasta el Wall Street Journal, que históricamente no ha sido uno de los medios que toman partido por los analistas (a pesar de lo que se pueda inferir del nombre del diario), y normalmente ha tomado una postura reservada, criticó

abiertamente la Reg FD, y comentó cómo esta regulación perjudica tanto a los analistas como a los inversores.¹⁰

La Reg FD se usó como explicación al mayor número de avisos, recurso que las empresas tratan de evitar, acerca de los resultados esperados para el último trimestre del año 2000. Se indicaba que como las empresas ya no podían comentarles a los analistas que los resultados iban a ser diferentes a los esperados, se vieron obligadas a hacerlo abiertamente a todo el mercado. El argumento de los analistas es que en el pasado, esta información, recibida por un grupo selecto, era distribuida en etapas en lugar de a todo los inversores al mismo tiempo, y que esto ayudaba a disminuir el impacto de un anuncio negativo.¹¹ Este concepto apoya la idea que la forma en que se distribuye la información influye en la reacción del mercado de una manera contraria a la que se podría esperar. Es decir, al hacer un anuncio público el mercado reacciona más violentamente que si la misma información se distribuye en forma gradual.

Incluso la actual presidente interina de la SEC, Laura Unger, votó en contra de la Reg FD –en su posición anterior como miembro del consejo– con el argumento que los inversores no recibirían suficiente información relevante. Unger relacionó la caída de las acciones tecnológicas con esta regulación.¹²

Según una encuesta que realizó la Association for Investment Management and Research, Asociación para la Administración de Inversiones e Investigación, entre 6,000 miembros, más del setenta por ciento respondieron que la Reg FD había aumentado la volatilidad del mercado.¹³ El comentario general entre este grupo es que la mayor cantidad de anuncios previos negativos de las empresas indicando que no iban a alcanzar los resultados esperados, que aumentaron un setenta por ciento respecto de la cantidad de anuncios del año anterior¹⁴, es prueba de que la Reg FD está aumentando la volatilidad de los mercados.¹⁵

Algunas compañías también preferían la situación antes que la Reg FD fuera implementada, ya que al hacer que la información pase por los analistas la empresa deja de ser legalmente responsable por la misma.¹⁶ Por ejemplo, si un ejecutivo llamaba a un analista para explicar una baja en un determinado

indicador, esa información sería incorporada al modelo de ese analista, quien transmitiría la información a los inversores. Si eventualmente esa información era incorrecta, la compañía podía justificarse diciendo que el análisis había distorsionado los resultados. Frente a la Reg FD, las empresas pueden llegar a tener una responsabilidad mayor sobre la información que transmiten a los mercados.

El Director del área de Research de First Call, Chuck Hill, les hecha la culpa a los analistas por estar demasiado acostumbrados a que las empresas les transmitan la información acerca de sus resultados, por lo tanto ahora que se encuentran ante un momento económico de transición sin esta fuente de información tienen inconvenientes en presentar expectativas en línea con la realidad.¹⁷

En los últimos años los inversores han atribuido cada vez más importancia a los resultados trimestrales. Antes de la Reg FD los analistas no tenían inconvenientes en obtener datos bastante aproximados acerca de las expectativas de las compañías.¹⁸ El problema es que la mayoría de los inversores tenían acceso a esos datos después que los inversores institucionales y grandes clientes de estos analistas ya habían tenido tiempo para actuar en función de esa información. La Reg FD apunta a revertir esta situación. Si una empresa decide informar acerca de sus resultados esperados para el trimestre, todos los inversores podrán tener acceso a esa información en forma simultánea. Una vez más se plantea la necesidad de tener analistas que orienten a los inversores, ya que no todas las personas que participan en los mercados de capitales tienen los conocimientos o el tiempo para procesar la información de las empresas.

La Reg FD le dio la oportunidad a los inversores, ante el colapso de las acciones de tecnología e Internet, de llegar a sus propias conclusiones, ya que en muchos casos los analistas mantuvieron sus recomendaciones de compra, aun cuando había empresas que habían perdido el cincuenta por ciento de su valor en el mercado.¹⁹ Frente a esa situación no es de extrañarse que muchos inversores prefieran tener acceso directo a la información para poder evaluar por

sí mismos si las recomendaciones de los analistas están en línea con la realidad de la empresa.

Es lógico que los analistas estén en contra de la Reg FD, ya que lo que los ha llevado a tener los salarios y reconocimiento que tienen hoy en día es precisamente la habilidad para acceder a la información clave por medio de sus contactos con los ejecutivos de las compañías.²⁰ El rol del analista ha cambiado mucho en los últimos años, pasando de ser los encargados de estudiar los efectos de las decisiones corporativas en el valor de las empresas a ser un medio de difusión para las compañías.²¹ Estos mismos analistas son los que han hecho públicas sus ideas acerca de lo perjudicial que la Reg FD va a ser para los mercados, y consideran el aumento de la volatilidad como “lógico”. En un artículo publicado por la revista Money donde se reflejan las opiniones de varios analistas de algunas de las empresas más importantes,²² y ellos indican que el inconveniente con la Reg FD es que precisamente, ellos y los demás participantes principales de los mercados de capitales, no podrán contar con la ventaja de poder tener acceso a la información antes que el resto de los inversores. Estos analistas concluyen que liberar la información al mercado en forma pareja necesariamente tendrá como resultado aumentar la volatilidad.

En un estudio reciente de las estimaciones reportadas por First Call, se utilizó el coeficiente de variación para medir las diferencias entre los números esperados por los analistas, antes y después de la implementación de la Reg FD. En el sector de tecnología, el coeficiente de variación subió a más del doble desde octubre de 2000.²³ Otro estudio, que midió la dispersión entre las expectativas de varios analistas, dio como resultado un aumento en la desviación estándar en los números esperados por estos analistas comparados con el trimestre anterior.²⁴ Esto es especialmente significativo, porque se dio un mayor aumento en la dispersión en las cuatro semanas previas a los anuncios de las empresas, período durante el cual las compañías normalmente “guiaban” a los analistas para que ajustaran sus expectativas a los resultados esperados.

De acuerdo a los analistas, aproximadamente el veinticinco por ciento de la exactitud de sus modelos estaba dado por la información selectivamente

distribuida por las compañías.²⁵ Con la Reg FD, los analistas dejarán de brindar al mercado un sólo número, previamente ajustado por la compañía, y en cambio proveerán un análisis basado en los datos que cualquier inversor puede obtener. El problema es determinar cuál de los dos casos brinda la mayor cantidad de información al mercado, y por supuesto, de qué segmento del mercado se está hablando.

Una encuesta de Stapleton Communications concluyó que más del sesenta por ciento de los analistas creen que la Reg FD aumentó la volatilidad de los mercados.²⁶

ANÁLISIS

La teoría de mercados eficientes, entre otros supuestos, asume la ausencia de regulación para efectuar transacciones en el mercado, la ausencia de impuestos y costos de transacción. La aplicación a la práctica de dicha teoría implica la aceptación de condiciones no ideales, como pueden ser la existencia de una estructura tributaria, con diferente impacto sobre cada uno de los participantes del mercado, o la existencia de costos de transacción, que también varían para cada participante. A pesar de todo esto, la teoría puede verse reflejada en el mundo real teniendo en cuenta que estas diferencias existen. Es más, los mercados existen en una situación de equilibrio aún con estas diferencias. La existencia de un ente regulador de los mercados, como es la SEC va en contra de la teoría de mercados eficientes, y se puede plantear la pregunta: por que la SEC sigue regulando el mercado para que se comporte en forma eficiente, cuando la teoría indica exactamente lo contrario, que los mercados eficientes no necesitan regulación? La respuesta apunta más a la naturaleza humana que a la teoría económica, mientras existan grupos de poder que puedan dominar la situación e imponer sus reglas, se necesitará un ente que defienda los intereses de los otros participantes del mercado, que en forma independiente no podrían enfrentar a esos grupos. La SEC busca con esta regulación desbaratar las reglas impuestas al mercado por las empresas que esperan beneficiarse del acceso privilegiado a cierta información corporativa. En este contexto se explica

la paradoja de buscar obtener un mercado más eficiente por medio de mayor regulación.

El poco tiempo transcurrido desde la implementación de la Reg FD hace muy difícil desarrollar un análisis estadístico válido sobre su impacto en la volatilidad de las acciones. Sin embargo, el estudio de las variables cuantitativas aporta evidencia fundamental que permite completar este estudio. Teniendo en cuenta las salvedades antes mencionadas, se seleccionó una muestra de acuerdo a las siguientes características: 1- acciones de compañías estadounidenses, ya que la Reg FD no aplica a acciones de compañías extranjeras que operan en los mercados de EE.UU.; 2- acciones que son seguidas por 10 o más analistas financieros, esto busca maximizar el impacto del grupo que tiene acceso a información privilegiada, ya que si hubiera pocos analistas que siguen a la empresa, no sería posible medir la reacción del mercado a la filtración de información; y 3- acciones con un volumen diario promedio mayor o igual a 10,000,000, para evitar las distorsiones propias de aquellas acciones que no tienen suficiente volumen de transacciones y para ilustrar el hecho que si se encuentran reacciones anómalas en estas acciones que son las más conocidas y observadas del mercado se puede inferir que en las que tengan menor volumen esto será aún más evidente. Aplicando estas tres reglas se obtuvo una muestra de 34 empresas (ver Apéndice 1).

El primer paso fue hacer un estudio de la “sorpresa” de los últimos tres trimestres. La “sorpresa” es la diferencia entre el consenso de los analistas financieros respecto a los resultados de earnings de una empresa para un determinado trimestre y el resultado anunciado por la empresa. Esta sorpresa puede ser positiva, si el anuncio de la empresa está por encima de las expectativas de los analistas, o negativa si sucede lo contrario. Uno de los argumentos para la implementación de la Reg FD fue el hecho que se había transformado en práctica común en los últimos años que los ejecutivos de las empresas realizaran ajustes de las expectativas de los analistas.

Debido a la subjetividad de este dato, normalmente las bases de datos no almacenan más de dos o tres períodos de información. Por lo tanto, utilizando la

información disponible, y una vez más aclarando que desde un punto de vista estadístico no tiene validez pero alcanza para vislumbrar una tendencia, se efectuó un análisis de la distribución de la sorpresa de las 34 empresas que componen la muestra (ver Apéndice 1).

El primer punto que llama la atención es el incremento de acciones con sorpresa negativa o sin sorpresa, comparando los trimestres posteriores a la implementación de la Reg FD con los anteriores a dicha regulación. También se puede observar una disminución en la cantidad de sorpresas de entre \$0.01 y \$0.02. Se puede destacar que el período analizado tuvo ciertas particularidades que lo hacen difícil de comparar, debido a una situación de transición en los mercados. Sin embargo, la gran cantidad de acciones sin sorpresa, es decir cuyos anuncios coincidieron exactamente con las expectativas de los analistas, del último período permite asumir que los analistas tuvieron en cuenta la situación particular del mercado, lo que les permitió hacer los ajustes necesarios para predecir con mucha exactitud las ganancias de las empresas. Entonces, se plantea la necesidad de explicar por qué estos mismos analistas que cuestionan la Reg FD atribuyéndole un aumento de la volatilidad, sin embargo contaron con suficiente información como para efectuar un análisis aún más exacto que en los períodos anteriores a la regulación.

La respuesta se encuentra en el otro extremo de la ecuación, en los ejecutivos de las empresas que solían guiar a los analistas hacia una expectativa de *earnings* que estaba apenas por debajo de lo que realmente esperaban, reconociendo los beneficios de la reacción positiva del mercado frente a un anuncio \$0.01 o \$0.02 mayor que el consenso de los analistas. Tanto los analistas, que tenían un acceso rápido a la información procesada lo que les permitía tener una exactitud aceptable sin realizar demasiado análisis, como los ejecutivos, que se aseguraban expectativas de mercado que sabían que podían superar, habían logrado una situación de equilibrio que era satisfactoria para ambas partes. La Reg FD obliga a hacer pública toda la información que los ejecutivos quieren que sea considerada en el análisis de sus compañías. La evidencia citada en este simple ejemplo permite verificar que hay suficiente

información en el mercado, contrario a las predicciones de los analistas que anunciaban una restricción de la información frente a la necesidad de hacer los anuncios en forma abierta.

En segundo termino, para verificar si existía alguna tendencia que demostrara la existencia de filtraciones de información al mercado respecto de los *earnings* de las empresas antes de su anuncio oficial, se seleccionaron de la muestra aquellos pares de datos de cada empresa que tuvieran la misma sorpresa, medida en términos absolutos y descartando aquellos períodos que tuvieran sorpresa nula, antes y después de la implementación de la Reg FD. Esta selección dio como resultado nueve pares de datos (ver Apéndice 2). Para estudiar la reacción del mercado se tomaron como referencia los seis días anteriores y los dos días posteriores al anuncio de *earnings*. El objetivo era determinar si en función de la comparación de períodos que presentaban la misma sorpresa se determinaban diferencias en la forma que reaccionaba el mercado a estos anuncios.

El principal inconveniente de este análisis estaba dado por la proximidad cronológica de ambas series de datos y el impacto que pudiera tener un anuncio previo sobre el mercado, aunque en estos casos estaba minimizada la influencia negativa ya que en todos los casos se trataba de anuncios positivos. La mayoría de los escenarios no presentaron anomalías que pudieran llevar a pensar que en forma organizada se efectuaban transacciones con información previa a los anuncios (ver Apéndice 3).

En los caso de ADC Telecommunications Inc. y AOL Time Warner, se nota que previo a la implementación de la Reg FD existía una tendencia en la operatoria del mercado en los días previos al anuncio de *earnings*, y que en los gráficos posteriores a la regulación, no se presenta dicha tendencia. En el caso de Brocade Comminactions Systems Inc., se encuentra una tendencia en ambos casos, siendo quizá más difícil sacar una conclusión sin contar con mayor cantidad de períodos de similares características.

Tanto BEA Systems Inc., como Applied Micro Circuits Corp. muestran un cambio en su tendencia antes y después de la regulación. Ambas compañías

pasaron de tener reacciones negativas frente a un anuncio de earnings superando el consenso, a un aumento en el precio de sus acciones. Esto puede querer decir que anteriormente el mercado ya esperaba que las empresas superaran los parámetros establecidos por los analistas, por lo tanto el precio caía luego de una alza injustificada, con las nuevas medidas de difusión de la información y con menor contacto privado entre los analistas y la empresa, la misma sorpresa quizá fue menos esperada y por lo tanto el mercado reaccionó en forma positiva. Oracle Corporation presenta un caso contrario a los dos anteriores.

El reducido tamaño de la muestra y la falta de información relevante sobre varios períodos anteriores hacen que un análisis más profundo no pueda llevarse a cabo. Sin embargo, vale la pena destacar el caso de Qualcomm Inc., que en el mes de noviembre el precio de su acción reaccionó en los días previos a un anuncio de *earnings* que superaban en \$0.01 la expectativa del mercado con una alza (posible indicación de filtraciones al mercado) y luego una baja, para terminar dos días después del anuncio al mismo nivel que se encontraba una semana antes. La misma compañía, en enero, frente a un anuncio similar vio subir el precio de sus acciones, en una reacción más "lógica" del mercado frente a una empresa que supera las expectativas.

CONCLUSIÓN

La implementación de la Reg FD significó una aproximación mayor a un mercado eficiente, ya que se quitó el acceso privilegiado que tenían los analistas, y por lo tanto sus clientes, a información que pudiera tener un impacto sobre la cotización de las acciones en el mercado. Si hacemos caso a los comentarios y opiniones de los participantes más calificados de los mercados de capitales, los analistas financieros, se puede asumir que como consecuencia de este cambio en las reglas de juego hubo un aumento en la volatilidad. Sin embargo, el análisis cuantitativo demuestra que esos mismos analistas fueron capaces de predecir con mayor exactitud los earnings de las compañías aun en un periodo crítico para los mercados.

No obstante, el planteo de los analistas puede encararse desde otro punto de vista. Si suponemos que en el mercado coexisten dos segmentos: los analistas, inversores institucionales y otros participantes que anteriormente tenían acceso privilegiado a la información corporativa, y los inversores pequeños, que no tenían acceso a esa información. La conclusión lógica es que, ya que anteriormente la información se distribuía en forma asimétrica y ahora se distribuye más equitativamente, esto afectó a ambos grupos en distinta medida. El grupo que solía tener acceso a la información tenía la posibilidad de actuar en función de esa información antes que el mercado como un todo reaccionara, por lo tanto, al cambiar esta situación ya no cuentan con esa posibilidad y sufren las reacciones del mercado en la misma medida que el resto de los inversores. El grupo de los pequeños inversores, en cambio, ahora tiene la posibilidad de actuar sobre la información al mismo tiempo que los demás participantes del mercado, por lo tanto algunos de ellos podrán hacerlo a precios más ventajosos.

La situación que plantea la Reg FD no anula la posibilidad de una baja o alza importante en el precio de las acciones, pero implica que todos los inversores tendrán similar oportunidad de tomar decisiones informadas frente a una reacción del mercado.

Dado el escaso material estadístico disponible, debido al poco tiempo que lleva en vigencia la regulación, no es posible aclarar definitivamente si la implementación de la Reg FD ha producido un aumento en la volatilidad de los mercados. Sin embargo, algunos indicios nos permiten suponer que en ciertos casos no se trata de un aumento de la volatilidad, sino que simplemente se trata de que cierto grupo antes privilegiado, ahora ha quedado expuesto a la volatilidad informativa de las empresas, sin la acostumbrada red de información privilegiada.

Dentro del marco de este estudio pudo establecerse que hay suficiente información en los mercados como para realizar proyecciones válidas sobre los *earnings* de las empresas, y no hay restricciones a la información como auguraban los detractores de la regulación. También se pudo analizar que dentro de las empresas de la muestra no hubo cambios significativos en la forma que reacciona el mercado frente a anuncios similares antes y después de la

implementación de la Reg FD, cuando se toman periodos de una semana alrededor de los anuncios. Las anomalías que se presentaron en el análisis cuantitativo no fueron concluyentes en establecer una causalidad o relación entre la regulación y ciertos movimientos del mercado.

Teniendo en cuenta la totalidad de la evidencia vertida en este análisis, se puede concluir que no ha habido un impacto en los mercados que pueda atribuirse directamente a la implementación de la Reg FD, aunque no se puede descartar la posibilidad que un futuro estudio que cuente con mayor proyección histórica pueda llegar a relacionar esta regulación con una variación en las condiciones de los mercados.

- ¹ Feldman, Boris. *Deciphering the SEC's Regulation FD*. The Standard (Agosto 21, 2000).
- ² Securities and Exchange Commission. *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, File No. S7-31-99.
- ³ Alpert, Bill. *Much ado*. Barron's (Mayo 8, 2000).
- ⁴ Hill, Andrew y Labate, John. *America's open season*. Financial Times (Noviembre 22, 2000).
- ⁵ Bodie, Zvi; Kane, Alex y Marcus, Alan. Essentials of Investments (1998).
- ⁶ Barr, Stephen. *Back to the future*. CFO Magazine (Septiembre 1, 1999).
- ⁷ Eads, Stephanie. *Learning to live with "Fair Disclosure"*. BusinessWeek (Noviembre 27, 2000).
- ⁸ Hill, Andrew y Labate, John. *America's open season*. Financial Times (Noviembre 22, 2000).
- ⁹ *Regulation FD not carved in stone*. Forbes (Marzo 21, 2001).
- ¹⁰ Lashinsky, Adam. *Reg FD works: Nortel provides evidence*. The Street (Noviembre 2, 2000).
- ¹¹ Stone, Amey. *Earnings: The ugly hour is just beginning*. BusinessWeek (Enero 16, 2001).
- ¹² Ramjug, Peter. *SEC probing several firms for disclosure violations*. Reuters News Service (Marzo 15, 2001).
- ¹³ Lashinsky, Adam. *Analysts having to run harder on Regulations FD's playing field*. The Street (Marzo 30, 2001).
- ¹⁴ Swanson, K.C. *Why this earnings season has been so brutal*. The Street (Febrero 13, 2001).
- ¹⁵ Lashinsky, Adam. *Analysts having to run harder on Regulations FD's playing field*. The Street (Marzo 30, 2001).
- ¹⁶ Millman, Gregory. *Reg FD's leveling effect*. Financial Executive (Enero/Febrero, 2001).
- ¹⁷ Popper, Margaret. *The Street is still behind the earnings curve*. BusinessWeek (Marzo 7, 2001).
- ¹⁸ Weber, Joseph. *Give 'Fair Disclosure' time to work*. BusinessWeek (Enero 8, 2001).
- ¹⁹ Stone, Amey. *In praise of Regulation Fair Disclosure*. BusinessWeek (Abril 26, 2001).
- ²⁰ Cramer, James. *The land of the lost analyst*. The Street (Noviembre 30, 2000).
- ²¹ Nocera, Joseph. *No whispering allowed*. Money (Diciembre, 2000).
- ²² Nocera, Joseph. *No whispering allowed*. Money (Diciembre, 2000).
- ²³ O'Keefe, Brian. *Is Reg FD wrecking your portfolio?* Fortune (Abril 16, 2001).
- ²⁴ McGough, Robert y Bryan-Low, Cassell. *Analysts' earnings estimates are diverging, and SEC disclosure rule may be the reason*. Wall Street Journal (Noviembre 2, 2000).
- ²⁵ Opdyke, Jeff. *Regulation is altering the way analysts approach their jobs*. Wall Street Journal (Octubre 23, 2000).
- ²⁶ Stapleton Communications, Inc. Reg FD Survey. (Febrero, 2000).
- ²⁷ Material Adicional:
 - Kedrosky, Paul. *Levitt's legacy of misguided meddling*. Financial Post - Canada (Febrero 10, 2001).
 - SIA expects Reg FD compliance costs to exceed SEC predictions*. Financial Net News (Febrero 19, 2001).
 - Shining light on the markets*. The Economist (Octubre 26, 2000).
 - Lewis, Mark. *Regulation FD not carved in stone*. Forbes (Marzo 21, 2001).
 - Tarquino, J. Alex. *Fair disclosure flap*. Forbes (Octubre 23, 2000).
 - McCaffery, Richard. *Papa John's Investors: The last to know*. The Motley Fool (Diciembre 9, 1999).
 - SEC investigating about 6 firms for disclosure violations*. Reuters News (Marzo 15, 2001).
 - Thompson, Louis M. *Most conference calls are now open to individual investors and the media*. National Investor Relations Institute (Febrero 29, 2000).
 - Bullard, Mercer. *SEC's push for disclosure often stops at its front door*. The Street (Diciembre 21, 2000).
 - Lashinsky, Adam. *Reg FD is catching on*. The Street (Noviembre 9, 2000).
 - Colarusso, Dan. *SEC's full disclosure reg unplug's analysts' inside connections*. The Street (Octubre 9, 2000).
 - Swanson, K.C. *Why this earnings season has been so brutal*. The Street (Febrero 12, 2001).
 - Cramer, James. *Dear Mr. Levitt...* The Street (Enero 9, 2001).
 - McDonald, Ian. *Don't judge a fund by its title*. The Street (Diciembre 18, 2000).
 - Barney, Lee. *Reg FD: Not-so-full disclosure*. The Street (Febrero 26, 2001).
 - Cramer, James. *Pity the analysts: Now they need both imagination and shoe leather*. The Street (Marzo 9, 2001).
 - Edmonds, Christopher. *The oracle told you so*. The Street (Marzo 12, 2001).
 - Lashinsky, Adam. *However it affects information, Reg FD is good for debate*. The Street (Abril 24, 2001).
 - Lashinsky, Adam. *Ignore the industry's vintage whines and keep Reg FD*. The Street (Marzo 25, 2001).
 - Sperling, Nicole. *Crackling down on investment advice sites*. Red Herring (Febrero 1, 2001).

-
- Christie, James. *SEC says Internet will make investors equal to analysts*. Red Herring (Septiembre 29, 2000).
- Kessel, Mark. *How to survive the disclosure minefield*. Wall Street Journal (Octubre 23, 2000).
- McGough, Robert y Matthews, Robert. *Clamming up? Some see Alcoa adopting the silent treatment*. Wall Street Journal (Octubre 23, 2000).
- Bhattacharya, Nilabhra. *Responses around earnings announcements: An empirical investigation*. The Accounting Review. Vol. 76, No. 2 (Abril, 2001).
- Scharnd, Catherine y Walther, Beverly. *Strategic benchmarks in earnings announcements: The selective disclosure of prior-period earnings components*. The Accounting Review. Vol. 75, No. 2 (Abril, 2000).
- El-Gazzar, Samir. *Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods*. The Accounting Review. Vol. 73, No. 1 (Enero, 1998).

APÉNDICE 1

Símbolo	Nombre de la empresa	Sorpesa	Periodo 1	Sorpesa	Periodo 2	Sorpesa	Periodo 3
1 ADCT	ADC Telecommunications	-0.03	Abr'01	0.01	Ene'01	0.01	Oct'00
2 AOL	AOL-Time Warner, Inc.	0.02	Mar'01	0.01	Dec'00	0.01	Sep'00
3 AMAT	Applied Materials	-0.01	Abr'01	0.03	Ene'01	0.01	Oct'00
4 AMCC	Applied Micro Circuits	0.00	Mar'01	0.02	Dec'00	0.02	Sep'00
5 T	AT&T Corporation	0.00	Mar'01	0.00	Dec'00	-0.02	Sep'00
6 BEAS	BEA Systems, Inc.	0.01	Abr'01	0.01	Ene'01	0.01	Oct'00
7 BRCD	Brocade Communications	0.00	Abr'01	0.01	Ene'01	0.01	Oct'00
8 CIEN	CIENA Corporation	0.04	Abr'01	0.03	Ene'01	0.02	Oct'00
9 CSCO	Cisco Systems, Inc.	0.02	Abr'01	-0.01	Ene'01	0.01	Oct'00
10 C	Citigroup Inc.	0.01	Mar'01	-0.01	Dec'00	0.02	Sep'00
11 GLW	Corning Incorporated	0.01	Mar'01	0.06	Dec'00	0.01	Sep'00
12 DELL	Dell Computer Corporation	0.00	Abr'01	-0.01	Ene'01	0.00	Oct'00
13 EMC	EMC Corporation	0.00	Mar'01	0.02	Dec'00	0.01	Sep'00
14 EXDS	Exodus Communications	0.04	Mar'01	0.04	Dec'00	0.01	Sep'00
15 GE	General Electric Company	0.00	Mar'01	0.00	Dec'00	0.00	Sep'00
16 ITWO	i2 Technologies, Inc.	0.00	Mar'01	0.02	Dec'00	0.01	Sep'00
17 INTC	Intel Corporation	0.01	Mar'01	0.01	Dec'00	0.03	Sep'00
18 JDSU	JDS Uniphase Corporation	0.00	Mar'01	0.01	Dec'00	0.02	Sep'00
19 JNPR	Juniper Networks, Inc.	0.00	Mar'01	0.06	Dec'00	0.08	Sep'00
20 LVLT	Level 3 Communications	0.31	Mar'01	0.17	Dec'00	0.39	Sep'00
21 LU	Lucent Technologies Inc.	-0.14	Mar'01	-0.03	Dec'00	0.01	Sep'00
22 MCLD	McLeodUSA, Inc.	0.00	Mar'01	0.00	Dec'00	0.02	Sep'00
23 MSFT	Microsoft Corporation	0.02	Mar'01	0.01	Dec'00	0.05	Sep'00
24 MOT	Motorola, Inc.	-0.03	Mar'01	0.00	Dec'00	0.00	Sep'00
25 NXTL	Nextel Communications	-0.05	Mar'01	0.01	Dec'00	0.06	Sep'00
26 ORCL	Oracle Corporation	0.01	May'01	0.00	Feb'01	0.01	Nov'00
27 PALM	Palm, Inc.	0.01	Feb'01	0.00	Nov'00	0.02	Ago'00
28 PFE	Pfizer Inc.	0.02	Mar'01	0.00	Dec'00	0.01	Sep'00
29 QCOM	QUALCOMM, Inc.	0.00	Mar'01	0.01	Dec'00	0.01	Sep'00
30 SEBL	Siebel Systems, Inc.	0.01	Mar'01	0.05	Dec'00	0.03	Sep'00
31 SUNW	Sun Microsystems, Inc.	0.01	Mar'01	0.00	Dec'00	0.02	Sep'00
32 TLAB	Tellabs, Inc.	0.00	Mar'01	0.00	Dec'00	0.02	Sep'00
33 TXN	Texas Instruments	0.00	Mar'01	-0.03	Dec'00	0.00	Sep'00
34 VRTS	Veritas Software Corp.	0.01	Mar'01	0.02	Dec'00	0.02	Sep'00

Fuentes: WallStreetCity, BigCharts, I/B/E/S

APÉNDICE 2

Símbolo	Nombre de la empresa	Sorpesa Periodo 1	Sorpesa Periodo 2	Sorpesa Periodo 3
1 ADCT	ADC Telecommunications		0.01 Ene'01	0.01 Oct'00
2 AOL	AOL-Time Warner, Inc.		0.01 Dec'00	0.01 Sep'00
4 AMCC	Applied Micro Circuits		0.02 Dec'00	0.02 Sep'00
6 BEAS	BEA Systems, Inc.	0.01 Abr'01		0.01 Oct'00
7 BRCD	Brocade Communications		0.01 Ene'01	0.01 Oct'00
11 GLW	Corning Incorporated	0.01 Mar'01		0.01 Sep'00
26 ORCL	Oracle Corporation	0.01 May'01		0.01 Nov'00
29 QCOM	QUALCOMM, Inc.		0.01 Dec'00	0.01 Sep'00
34 VRTS	Veritas Software Corp.		0.02 Dec'00	0.02 Sep'00

Fuentes: WallStreetCity, BigCharts, I/B/E/S

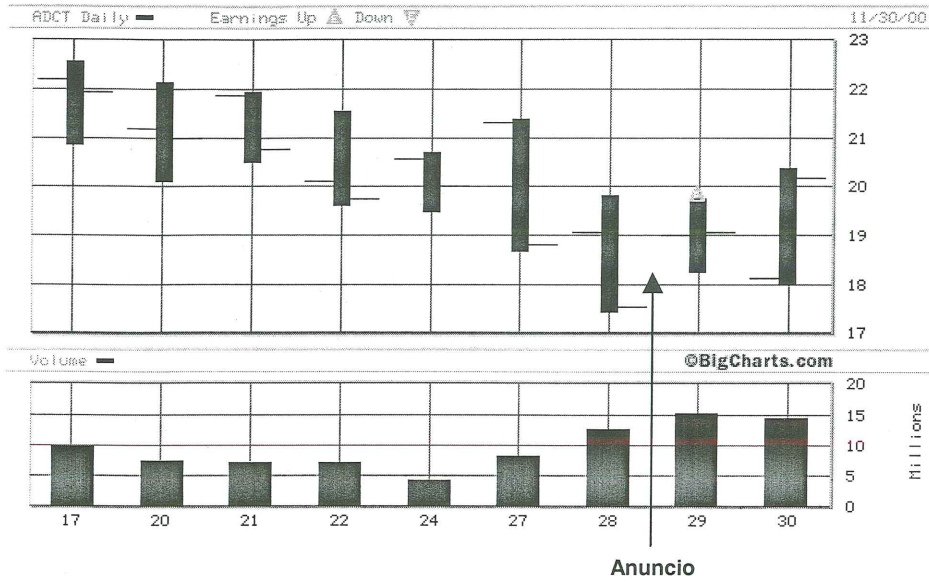
APÉNDICE 3

1	2
3	4
5	6
7	8
9	10
11	12
13	14
15	16
17	18
19	20
21	22
23	24
25	26
27	28
29	30
31	32
33	34
35	36
37	38
39	40
41	42
43	44
45	46
47	48
49	50
51	52
53	54
55	56
57	58
59	60
61	62
63	64
65	66
67	68
69	70
71	72
73	74
75	76
77	78
79	80
81	82
83	84
85	86
87	88
89	90
91	92
93	94
95	96
97	98
99	100

ADCT ADC Telecommunications Inc

6/25/2001 4:00 PM

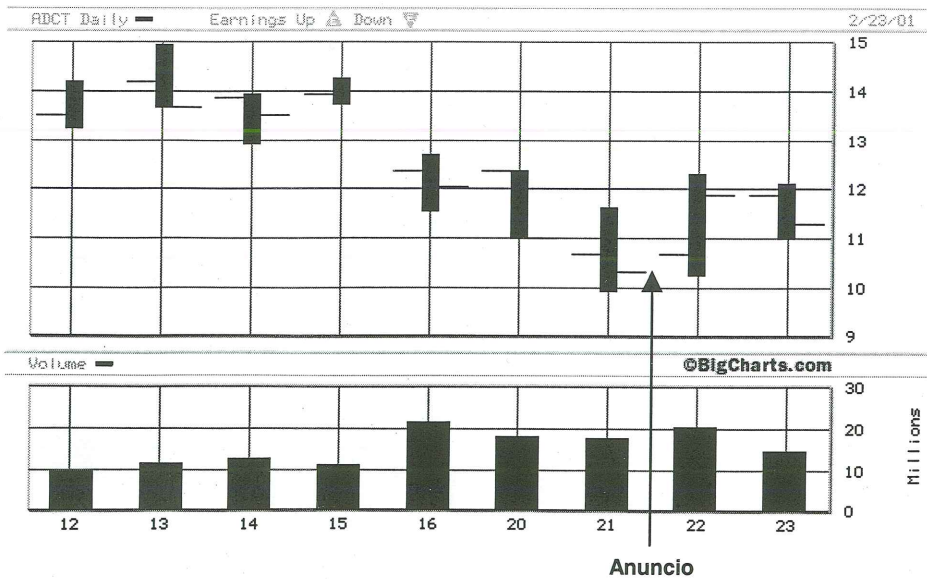
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
6.74	-0.27	7.06	7.22	6.60	9,785,100
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-3.85%	n/a	n/a	5.50 to 49.00	



ADCT ADC Telecommunications Inc

6/25/2001 4:00 PM

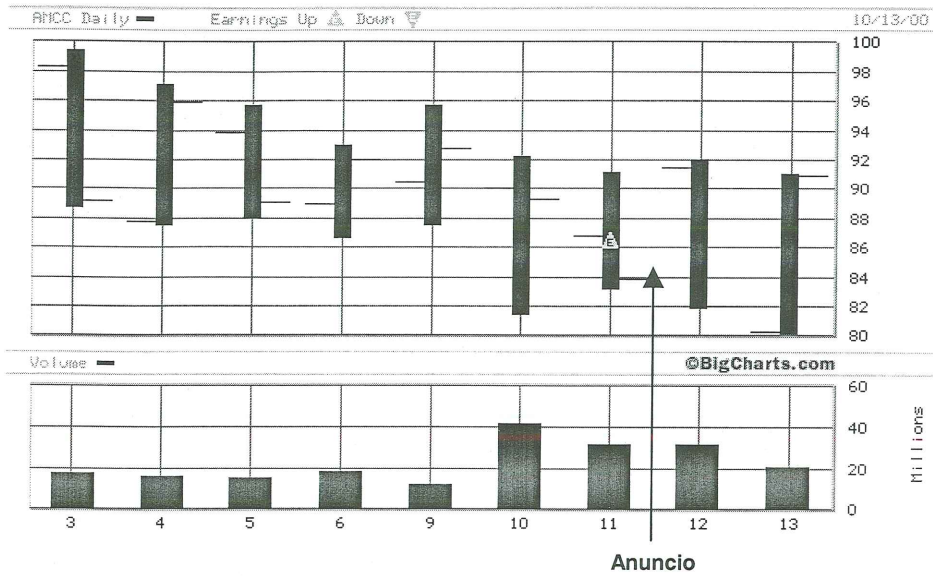
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
6.74	-0.27	7.06	7.22	6.60	9,785,100
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-3.85%	n/a	n/a	5.50 to 49.00	



AMCC Applied Micro Circuits Corp

6/25/2001 4:06 PM

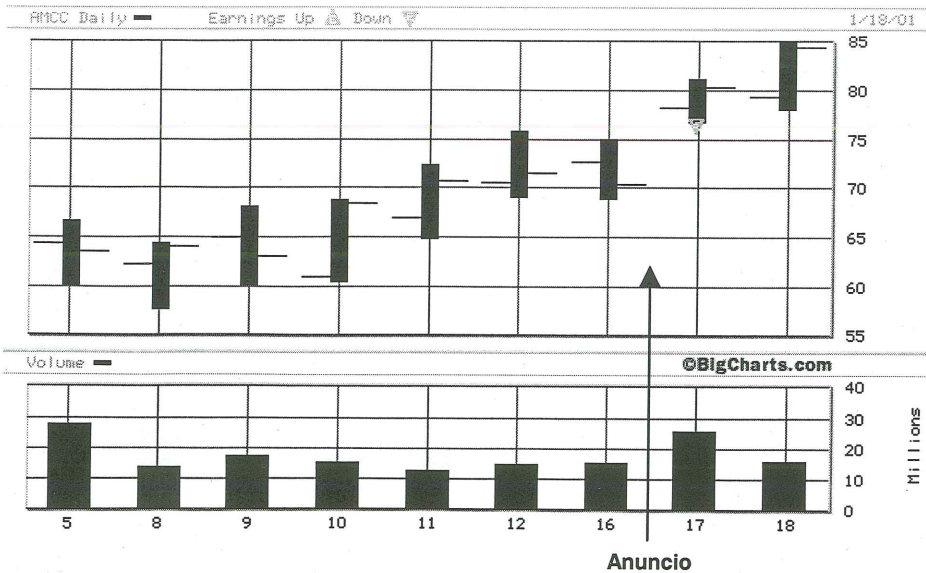
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
14.20	0.34	14.48	14.51	13.60	10,229,200
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	2.45%	n/a	n/a	11.25 to 109.75	



AMCC Applied Micro Circuits Corp

6/25/2001 4:06 PM

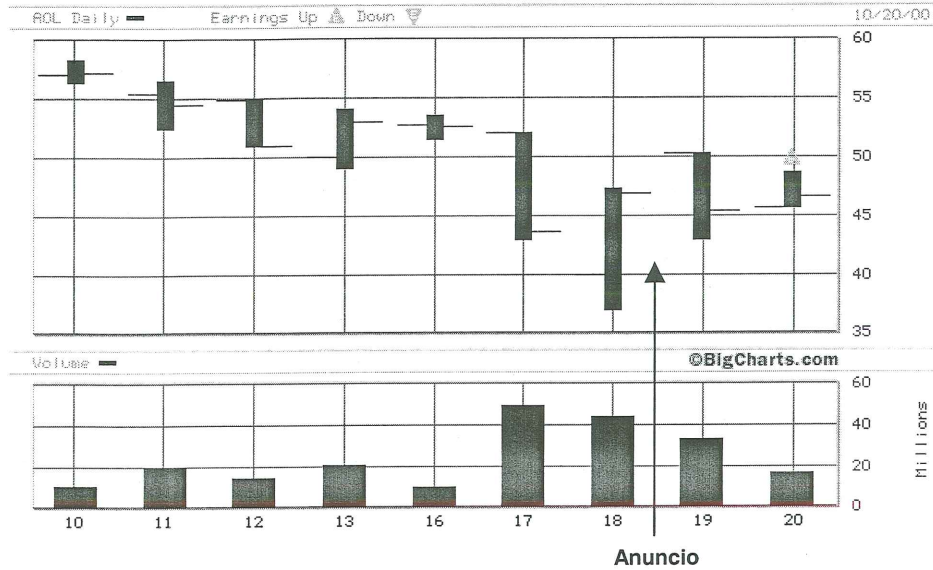
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
14.20	0.34	14.48	14.51	13.60	10,237,600
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	2.45%	n/a	n/a	11.25 to 109.75	



AOL AOL Time Warner Inc.

6/25/2001 4:32 PM

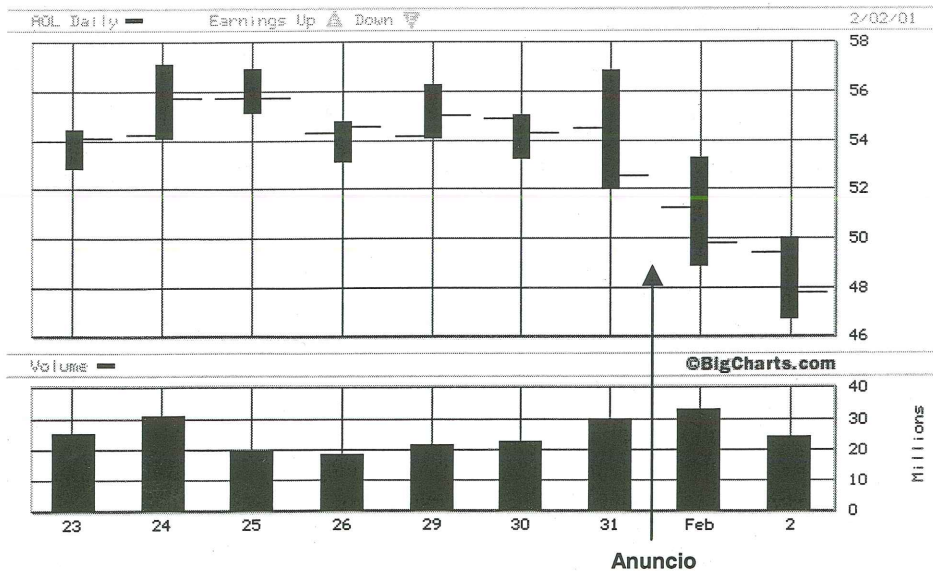
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
53.00	-0.10	53.70	53.84	52.70	11,124,600
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-0.19%	n/a	139.47	31.50 to 63.25	



AOL AOL Time Warner Inc.

6/25/2001 4:32 PM

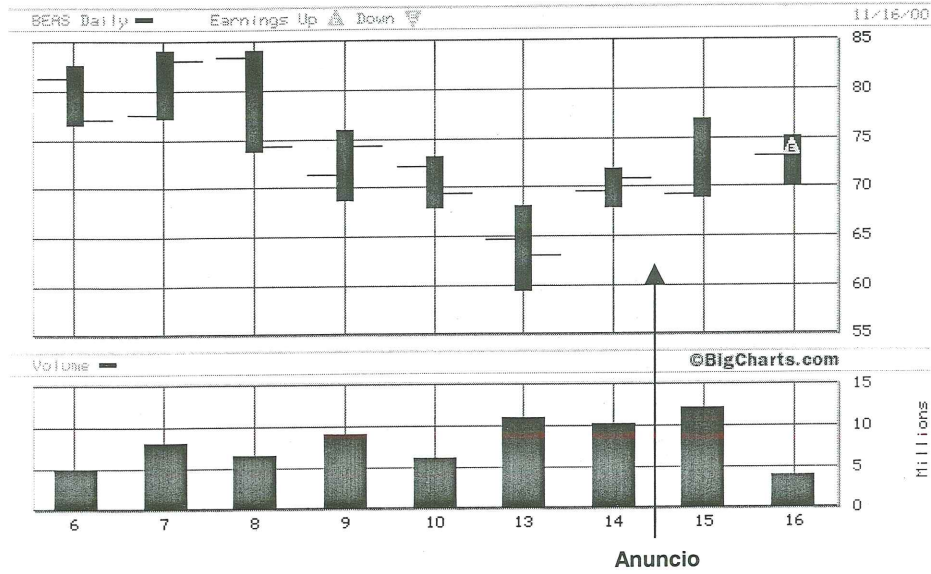
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
53.00	-0.10	53.70	53.84	52.70	11,124,600
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-0.19%	n/a	139.47	31.50 to 63.25	



BEAS BEA Systems Inc

6/25/2001 4:06 PM

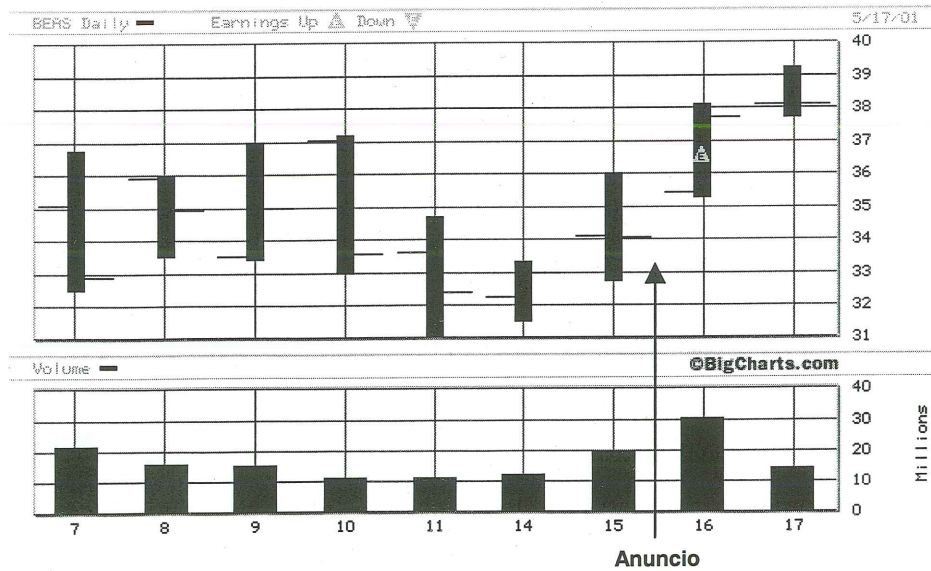
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
31.03	-1.04	33.38	33.43	29.90	10,278,000
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-3.24%	n/a	258.58	20.1875 to 89.50	



BEAS BEA Systems Inc

6/25/2001 4:06 PM

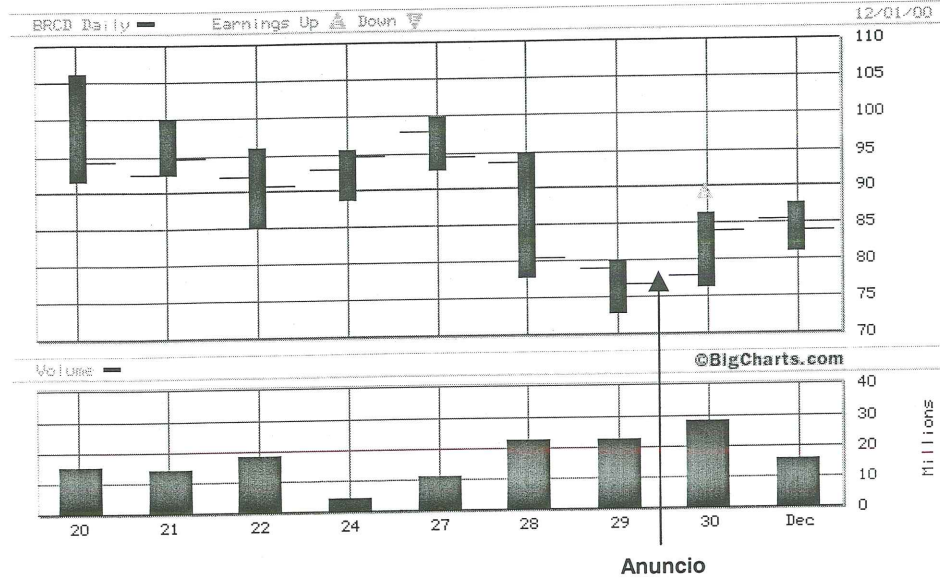
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
31.03	-1.04	33.38	33.43	29.90	10,277,800
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-3.24%	n/a	258.58	20.1875 to 89.50	



BRCD Brocade Communications Sys Inc

6/25/2001 4:06 PM

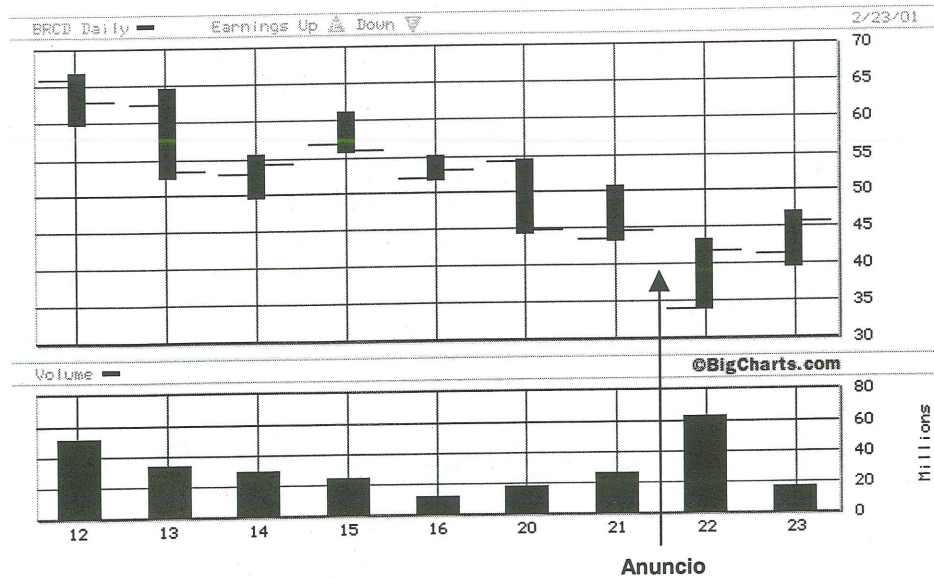
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
36.04	-1.50	38.19	38.37	35.37	11,719,200
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-4.00%	n/a	97.41	16.75 to 133.71875	



BRCD Brocade Communications Sys Inc

6/25/2001 4:06 PM

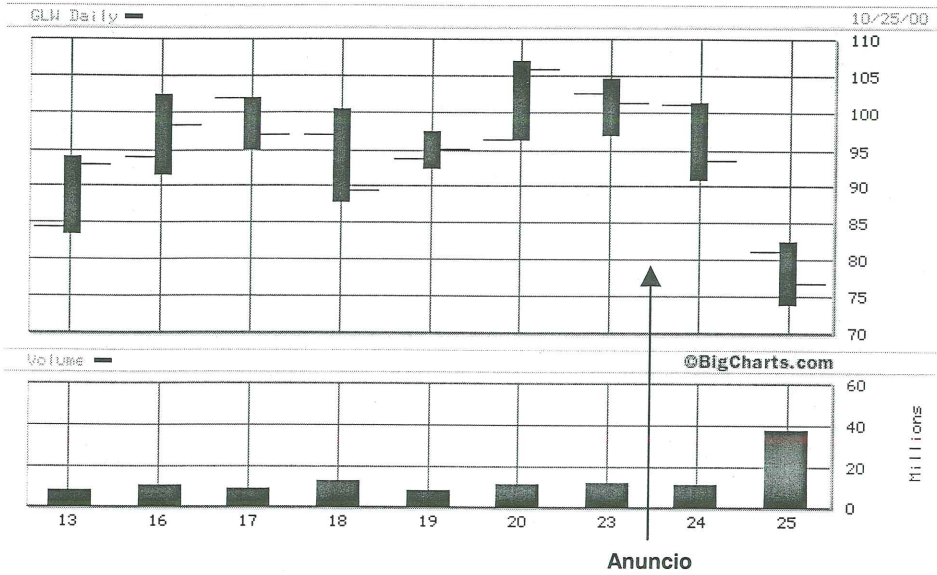
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
36.04	-1.50	38.19	38.37	35.37	11,719,200
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-4.00%	n/a	97.41	16.75 to 133.71875	



GLW Corning Incorporated

6/25/2001 4:32 PM

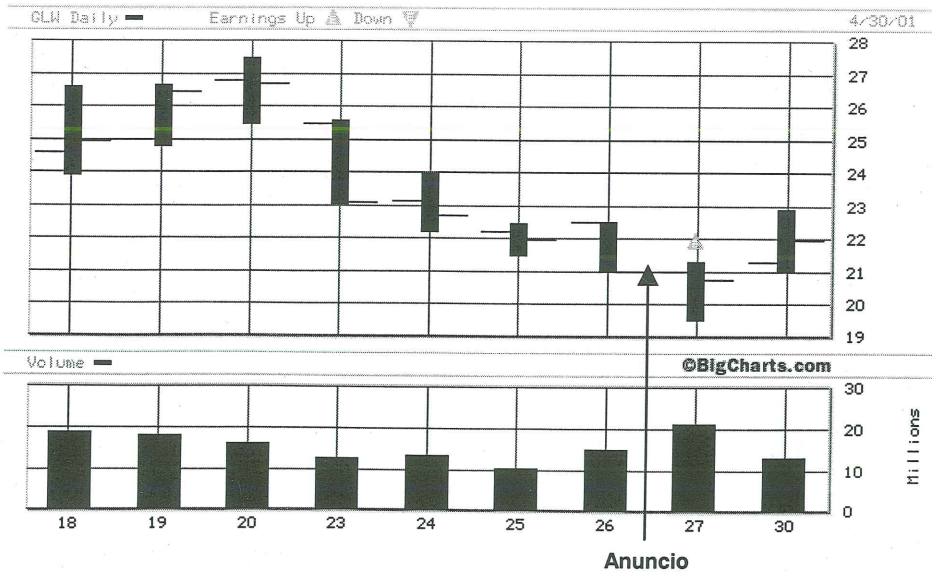
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
14.97	0.12	15.50	15.54	14.71	10,026,600
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	0.81%	1.60	29.35	12.60 to 113.291667	



GLW Corning Incorporated

6/25/2001 4:32 PM

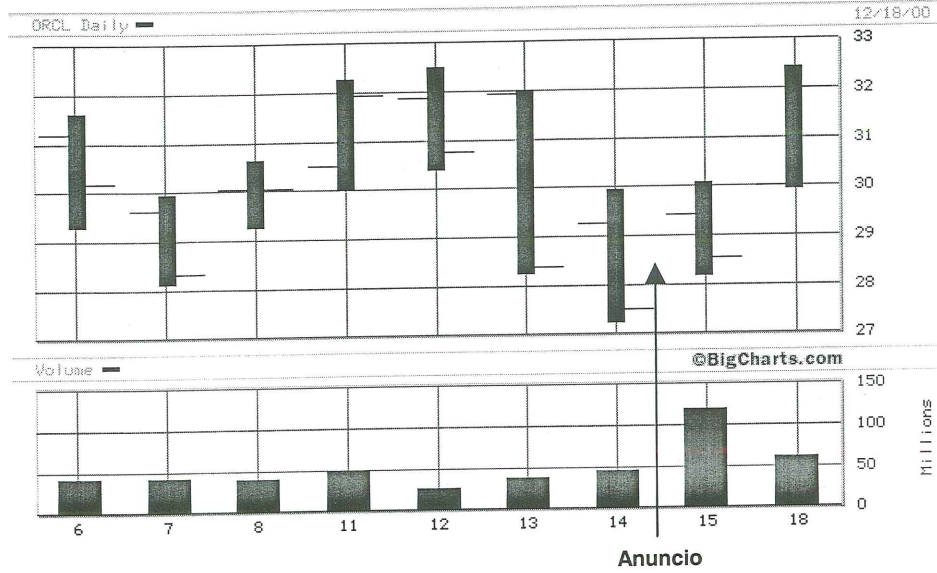
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
14.97	0.12	15.50	15.54	14.71	10,026,600
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	0.81%	1.60	29.35	12.60 to 113.291667	



ORCL Oracle Corporation

6/25/2001 8:38 PM

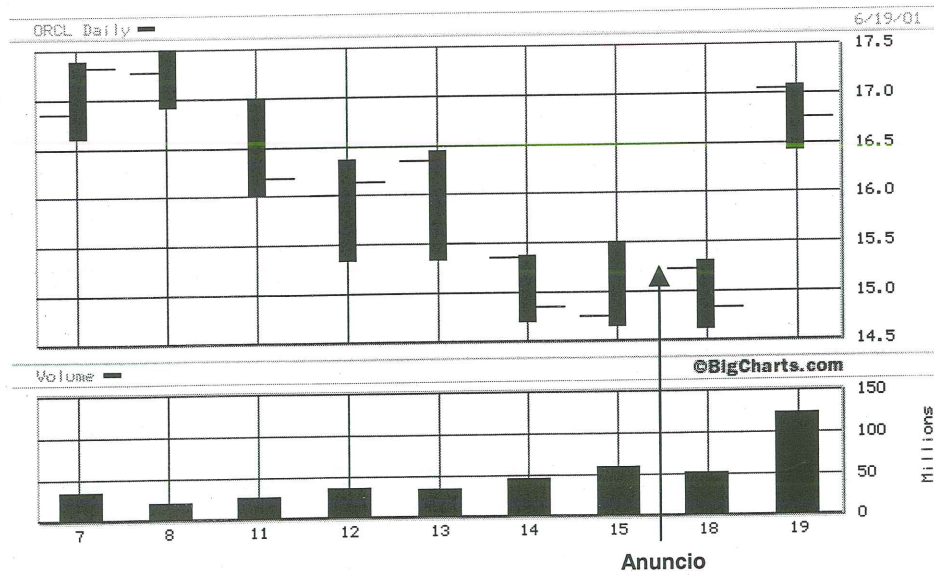
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
17.77	0.29	17.65	18.06	17.51	30,607,400
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	1.66%	n/a	40.39	13.00 to 46.46875	



ORCL Oracle Corporation

6/26/2001 8:37 PM

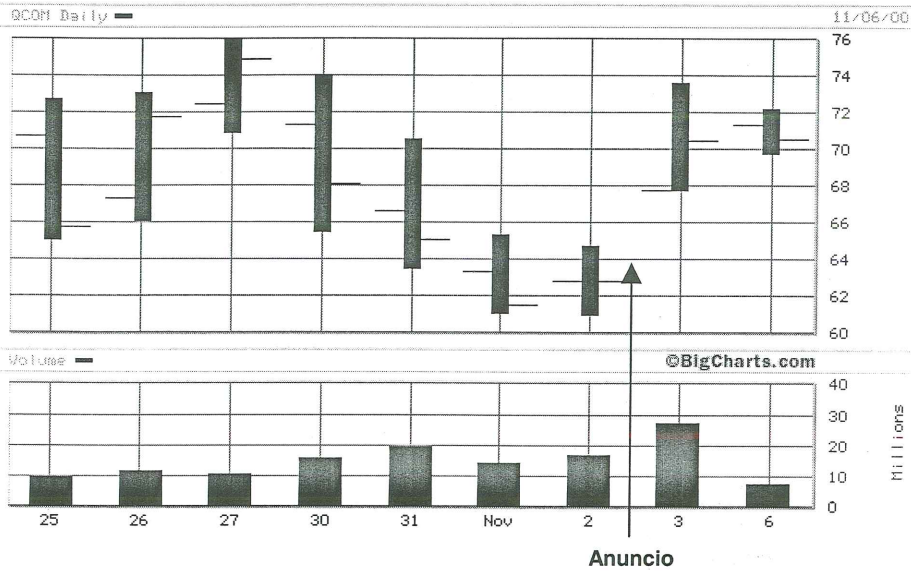
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
18.44	0.67	17.35	19.00	17.01	58,071,400
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	3.77%	n/a	41.91	13.00 to 46.46875	



QCOM QUALCOMM Incorporated

6/25/2001 6:38 PM

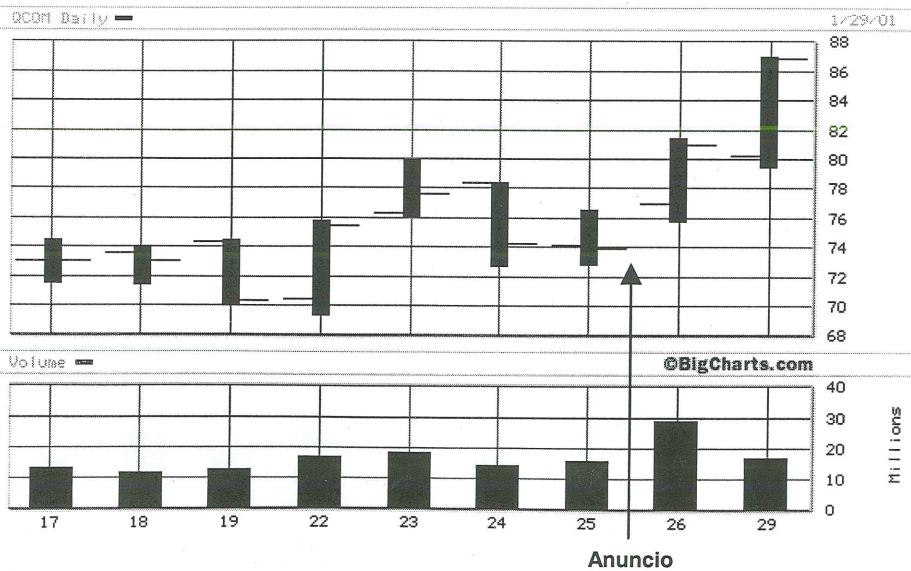
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
54.35	0.32	55.22	55.29	52.76	11,435,800
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	0.59%	n/a	59.73	42.75 to 107.8125	



QCOM QUALCOMM Incorporated

6/25/2001 6:38 PM

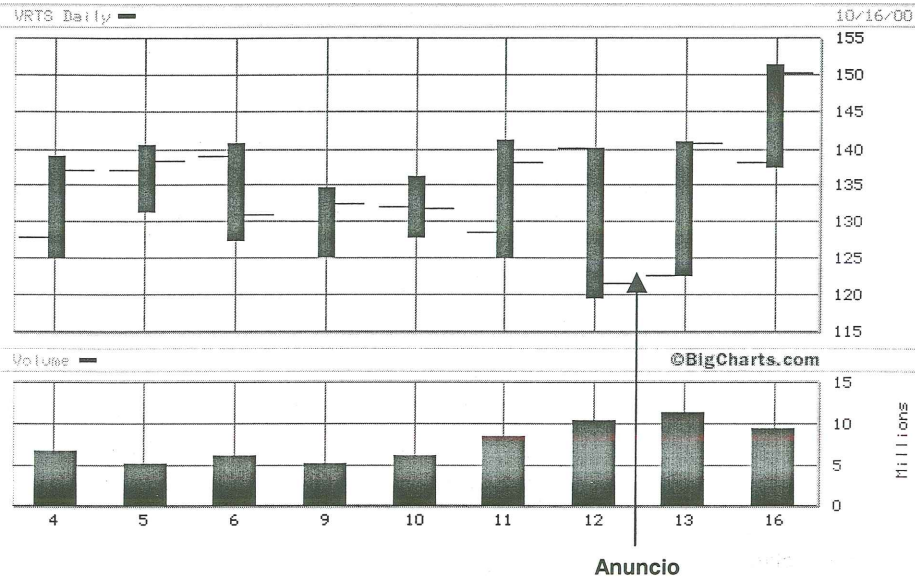
Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
54.35	0.32	55.22	55.29	52.76	11,435,800
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	0.59%	n/a	59.73	42.75 to 107.8125	



VRTS VERITAS Software Corp

6/25/2001 6:39 PM

Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
61.44	-2.70	64.79	64.80	59.62	9,056,700
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-4.21%	n/a	n/a	38.60 to 166.875	



VRTS VERITAS Software Corp

6/25/2001 6:39 PM

Last:	Change:	Open:	High:	Low:	Volume:
61.44	-2.70	64.79	64.80	59.62	9,056,700
	Percent Change:	Yield:	P/E Ratio:	52 Week Range:	
	-4.21%	n/a	n/a	38.60 to 166.875	

