



Documento de Trabajo 02-09  
Serie de Economía de la Empresa 07  
Mayo 2002

Departamento de Economía de la Empresa  
Universidad Carlos III de Madrid  
Calle Madrid, 126  
28903 Getafe (España)

## "LA DECISIÓN DE REVELAR VOLUNTARIAMENTE INFORMACIÓN DE LA EMPRESA: DESDE EL ANÁLISIS TEÓRICO A UNA PROPUESTA METODOLÓGICA"

Marco Trombetta \*

### Resumen

---

La necesidad de financiarse en unos mercados de capitales cada vez más sofisticados y complejos obliga a las empresas a facilitar una cantidad de información superior a la que implica el mero cumplimiento de las obligaciones legales en materia de información contable. En este trabajo, en primer lugar, se analizan los fundamentos teóricos del análisis de la decisión de revelar de manera voluntaria información relevante de la empresa. Se explica el fenómeno de la "selección adversa" como determinante principal de la decisión de revelar y el principio de la revelación total. A seguir se enumeran los factores que pueden influenciar la decisión de revelar selectivamente información cuando el principio de revelación total no puede funcionar. En la segunda parte del trabajo se propone un marco metodológico para la toma de decisiones de revelación, basado en el uso secuencial de matrices de decisión.

---

\* Universidad Carlos III de Madrid. Departamento de Economía de la Empresa. C/ Madrid, 126. 28903 Getafe (Madrid). Tel.: +34 91 624 9642. Fax: +34 91 624 9607. E-mail: mtrombet@emp.uc3m.es

---

# "La decisión de revelar voluntariamente información de la empresa: Desde el análisis teórico a una propuesta metodológica"

**Marco Trombetta**

Departamento de Economía de la Empresa  
Universidad Carlos III de Madrid  
Calle Madrid, 126  
28903 - MADRID  
e-mail: [mtrombet@emp.uc3m.es](mailto:mtrombet@emp.uc3m.es)  
Tel.: +34 91 6249642  
Fax.: +34 91 6249607

## 1. Introducción

La estrategia de comunicación económico-financiera ha venido asumiendo cada vez más importancia en el marco general de la definición de la estrategia competitiva de la empresa.

La necesidad de financiarse en unos mercados de capitales cada vez más sofisticados y complejos obliga las empresas a facilitar una cantidad de información superior a la que implica el mero cumplimiento de las obligaciones legales en materia de información contable.

Además, la continua evolución de los procedimientos de organización y desarrollo de las actividades económicas y de los instrumentos financieros utilizados para financiar dichas actividades han llevado tanto a los académicos<sup>1</sup> como a los profesionales<sup>2</sup> a cuestionar el modelo tradicional de comunicación financiera de la empresa basado en la

---

<sup>1</sup> Cf. entrevista a Baruch Lev en [Ciberp@is](#) del 10 de mayo de 2001

<sup>2</sup> Cf. Eccles, Herz, Keegan y Phillips (2001) y "Transparencia informativa" en *La Gaceta del Sabado*, 7 de julio de 2001

contabilidad según el método de la partida doble y la valoración de los activos según el principio del coste histórico.

Esta tensión entre la evolución del mundo de los negocios y la rigidez del modelo contable clásico ha generado en muchas empresas la necesidad de considerar la posibilidad de revelar de manera voluntaria información relevante de la empresa, mejorando el nivel de la tradicional información contable.

El primer objetivo de este trabajo es analizar desde un enfoque teórico la decisión de revelar información relevante de la empresa de forma voluntaria. Tomando como referencia la investigación académica en revelaciones voluntarias, se destacarán los factores que hay que tener en cuenta a la hora de tomar la decisión de revelar o no revelar determinada información.

El segundo objetivo es intentar derivar desde el análisis teórico un esquema metodológico, basado en una serie de matrices, que puede ser de utilidad para los directivos que se enfrentan al problema de definir la estrategia de comunicación de su empresa.

## **2. Resultados preliminares**

### ***2.1 La selección adversa***

La investigación académica sobre revelaciones voluntarias tiene su origen en lo que se define como el fenómeno de "selección adversa"<sup>3</sup>. El ejemplo clásico utilizado para describir este fenómeno es el mercado de los coches usados.

---

<sup>3</sup> Cf. Akerlof (1970). Este trabajo ha merecido el premio Nobel de Economía 2001 para su autor. Una presentación rigurosa de la selección adversa se puede encontrar en Macho-Stadler y Pérez-Castrillo (1994).

Un vendedor de coches usados posee información privilegiada sobre la calidad, y consecuentemente, sobre el valor de los coches que vende. Si no hay comunicación efectiva de esta información por parte del vendedor, los compradores potenciales estarán dispuestos a pagar por cada coche un precio medio, y este precio lo situarán entre el máximo que estarían dispuestos a pagar por un coche en óptimas condiciones y el mínimo que pagarían por un coche en las peores condiciones. Para ese precio, el vendedor estará dispuesto a vender solamente los coches cuyo valor es igual o menor al precio medio que los compradores están dispuestos a pagar. Esto implica que los coches mejores no saldrán nunca a la venta. A esto se le denomina el "*primer nivel*" de selección adversa: en situaciones de información asimétrica y ausencia de comunicación efectiva, solamente los bienes de baja calidad salen al mercado.

Pero, el fenómeno de la selección adversa no acaba en este nivel. Los compradores potenciales, adivinando el primer nivel de selección adversa, revisarán el precio que están dispuestos a pagar para cada coche. Puesto que solamente los coches de calidad medio/baja salen al mercado, el precio medio que estarán dispuestos a pagar es más bajo que el que consideraban inicialmente y se situará entre el máximo correspondiente a un coche de media calidad y el mínimo correspondiente a un coche de calidad pésima. En este punto, el vendedor retirará más coches del mercado.

Este proceso continúa sucesivamente hasta el punto donde el mercado colapsa y ningún coche sale al mercado. Este es el "*segundo nivel*" de selección adversa: en situaciones de información asimétrica y ausencia de comunicación efectiva, el mercado colapsa y no puede funcionar.

Una situación de selección adversa genera un incentivo para que los vendedores de coches buenos revelen voluntariamente al menos parte de la información privilegiada de la que disponen sobre la calidad de los coches. Claramente esta comunicación

resultará efectiva solamente si es creíble; es decir, solamente si el potencial comprador puede fiarse de que la información revelada sea verídica.

Basta con considerar los coches usados como empresas en búsqueda de financiación, al vendedor como directivos de estas empresas y a los compradores como inversores potenciales para entender la importancia de que este resultado tiene para la teoría de la comunicación económico-financiera. Los directivos suelen tener información privilegiada sobre la situación de sus empresas y tienen interés a revelarla cuando perciben que su empresa no está recibiendo una valoración adecuada en los mercados, puesto que solamente de esta manera pueden evitar caer en una situación de selección adversa. Por esta razón, el descubrimiento del fenómeno de selección adversa ha generado toda una literatura teórica sobre las revelaciones voluntarias en los mercados de los capitales.

## ***2.2 El principio de revelación total***

El primero resultado importante de la literatura sobre la revelación voluntaria es el principio de la revelación total<sup>4</sup>: En condiciones ideales, no es posible ocultar información y toda la información privilegiada será revelada.

Este resultado es consecuencia directa de la selección adversa. Las empresas con información pésima sobre su estado no tienen interés en revelar y, por tanto, no facilitarán nada más que la información mínima obligatoria. Por lo contrario, las empresas que poseen información favorable, como hemos visto en la sección precedente, tendrán interés en revelarla. De esta forma, toda la información favorable será revelada. Pero, si esto es verdad, el inversor potencial adivinará que las empresas que simplemente facilitan la información mínima obligatoria son precisamente aquellas

---

<sup>4</sup> Cf. Milgrom (1981)

empresas que poseen información desfavorable. Por esta razón, el intento de ocultar información de parte de estas empresas no tiene éxito porque el mercado consigue adivinar toda la información privilegiada que está en manos de los directivos, bien sea porque se ha revelado directamente o simplemente porque se puede adivinar correctamente de manera indirecta. Por este motivo, se dice que hay revelación total.

Este resultado solamente es válido bajo hipótesis muy restrictivas. Las fundamentales son las siguientes:

1. El directivo tiene que tener un objetivo claro sobre su revelación. En otras palabras no tiene que tener ninguna duda sobre los efectos que quiere que su revelación genere.
2. La revelación tiene que ser totalmente verídica. El directivo puede decidir no revelar información, pero si lo hace tiene que revelar información verdadera. En otras palabras no se admite ningún tipo de mentira.
3. El directivo tiene que estar en posesión de toda la información relevante y los inversores tienen que saber que el directivo posee toda esta información.

En la realidad, es muy difícil observar situaciones de revelación total. La práctica de la comunicación económico-financiera en los mercados está formada por una variedad de situaciones. Para una empresa, se pueden definir tres posibles estrategias de revelación de información relevante:

- a. Revelación total. La empresa revela toda la información que puede ser de interés para los destinatarios de la comunicación.
- b. Ausencia de revelación. La empresa no revela nada más que la información que la ley le obliga a revelar.
- c. Revelación parcial. La empresa revela solamente parte de la información que posee y oculta el resto.

Las posibles ventajas y desventajas de cada estrategia de comunicación están resumidas en la Figura 1.

	<i>Ventajas</i>	<i>Desventajas</i>
<b><u>Revelación total</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Máxima transparencia</li> <li>• Buenas relaciones con los inversores</li> <li>• Bajo coste del capital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sobrecarga de información</li> <li>• Perdida de ventaja competitiva</li> </ul>
<b><u>Revelación parcial</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Selectividad</li> <li>• Difícil de distinguir desde la revelación total</li> <li>• Se evitan costes de revelación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Posible alto coste del capital</li> <li>• Posible perdida de ventaja competitiva</li> </ul>
<b><u>Ausencia de revelación</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Protección de la ventaja competitiva</li> <li>• Ocultar las malas noticias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alto coste del capital</li> <li>• Mala reputación en los mercados</li> <li>• Posible reacción de los reguladores</li> </ul>

**Figura 1** Ventajas y desventajas de estrategias de revelación

### **3. Factores que afectan a la elección de una estrategia de comunicación**

El reto de la investigación en este campo ha sido explicar desde un punto de vista teórico por qué en la realidad no se observa solamente el caso de revelación total. Desde un punto de vista metodológico, se ha procedido a cuestionar cada una de las tres hipótesis fundamentales del principio de revelación total aislando los siguientes factores.

#### **3.1 Costes de revelación**

Una primera familia de trabajos ha explicado la ausencia de revelación total a través de la existencia de costes de revelación<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Cf. Verrecchia (1983) y Wagenhofer (1990)

Un ejemplo clásico es la presencia de competidores de la empresa que podrían beneficiarse de la información revelada. Una empresa farmacéutica tiene todo el interés en revelar a los potenciales inversores la información que tiene sobre el desarrollo de un nuevo principio activo eficaz en la cura del cáncer. Pero por otro lado, no quiere revelar a sus competidores las características de este nuevo fármaco. Si no se puede revelar de forma privada la información solamente a los inversores potenciales, la información que se decide revelar puede ser utilizada por los competidores y es lógico esperar que la empresa opte por una estrategia de revelación parcial.

Desde un punto de vista teórico, la presencia de un coste de revelación está en conflicto con la primera de las tres hipótesis del principio de revelación. El directivo de la empresa farmacéutica no tiene un objetivo claro sobre los efectos de su revelación. Quiere aparecer lo más rentable y exitoso posible a los ojos de los inversores potenciales, pero lo que no quiere es transmitir información relevante que pueda ser utilizada por sus competidores.

### **3.2 Grado de fiabilidad de las revelaciones**

Una segunda familia de trabajos se ha ocupado de estudiar los efectos de las revelaciones que no se pueden verificar<sup>6</sup>. En general, estas revelaciones no pueden solucionar el problema de selección adversa. La razón es muy simple: las empresas con información desfavorable siempre pueden mentir y revelar la información como favorable. En esta situación, las revelaciones pierden totalmente su credibilidad y en consecuencia son inútiles. El inversor potencial no puede distinguir entre empresas con información favorable que la revelan honestamente y empresas con información desfavorable que mienten y revelan información favorable.

---

<sup>6</sup> Cf. Crawford y Sobel (1982) y Gigler (1994)



Por eso, es importante poder evaluar el grado de fiabilidad del medio elegido para revelar información sobre la empresa y así poder evaluar los posible efectos.

Revelaciones con un bajo grado de fiabilidad pueden obtener más efectos si se sitúan en un contesto de comunicación reiterada<sup>7</sup>. En este caso, es razonable pensar que la veracidad de las revelaciones anteriores se puede controlar en las sucesivas comunicaciones y esto puede garantizar su fiabilidad. De esta manera, las revelaciones no fiables en un contexto estático pueden convertirse en revelaciones fiables en un contexto dinámico.

Las revelaciones no fiables entran en conflicto con la segunda hipótesis del principio de revelación total y por eso pueden explicar la ausencia de revelación en la práctica.

### ***3.3 Grado de precisión de la información privilegiada***

Si es verdad que en general los directivos de una empresa poseen más información de la empresa con relación a potenciales agentes externos, eso no quiere decir que esta información sea perfecta<sup>8</sup>. Si volvemos al ejemplo de la empresa farmacéutica y su nuevo fármaco contra el cáncer, es probable que los directivos de la empresa tengan más información sobre la probabilidad de éxito del desarrollo del producto, pero es muy difícil que conozcan exactamente esta probabilidad.

De esta forma, es verosímil que la probabilidad de que las pruebas efectuadas sobre el nuevo fármaco hayan facilitado un resultado claro y definitivo sea menor que uno. En este caso, es posible que los mismos directivos de la empresa no sepan todavía si el nuevo fármaco funcionará o no. En esta situación, la ausencia de revelación puede deberse a dos situaciones distintas:

---

<sup>7</sup> Cf. Lundholm (1999)

<sup>8</sup> Cf. Dye (1985) y Jung y Kwon (1988)

a. Los resultados han sido negativos y los directivos han decidido ocultar la información

b. Los resultados no han sido concluyentes y los directivos no tienen nada que revelar.

Una situación de este tipo está en contra de la tercera hipótesis del principio de revelación y puede explicar la ausencia de revelación total.

### **3.4 Características de los usuarios de la información**

El conjunto de los usuarios potenciales de la información revelada no está necesariamente compuesto por personas con las mismas habilidades y conocimientos<sup>9</sup>. Entre ellos podemos encontrar, por ejemplo, inversores institucionales, pequeños inversores, analistas, brokers, miembros del gobierno, reguladores, etc.

La capacidad de entender y interpretar la información revelada puede variar mucho de una categoría de usuarios y otra. La revelación completa de toda la información sobre los instrumentos financieros derivados utilizados por una petrolera para protegerse contra el riesgo generado por las fluctuaciones del mercado de crudo, puede ser de difícil comprensión para algunos usuarios. La imposibilidad de revelar selectivamente la información a diferentes usuarios puede conducir a la empresa a elegir una estrategia de revelación parcial como medida para acomodar las diferentes exigencias.

## **4. Una propuesta para la definición de una estrategia de revelación**

Los factores que la literatura teórica ha destacado como cruciales en la determinación de la estrategia óptima de revelación se pueden resumir en cuatro preguntas.

1. ¿**Quién** va a utilizar la información revelada? (diferentes usuarios)

---

<sup>9</sup> Cf. Dye (1999)

2. ¿**Por qué** se quiere revelar la información? (objetivos)
3. ¿**Qué** información privilegiada podemos revelar? (grado de precisión)
4. ¿**Cómo** podemos revelar la información? (grado de fiabilidad)

Con referencia al "**Quién**", los usuarios de la información revelada pueden ser, como ya hemos comentado, de diversos tipos.

Con referencia al "**Por qué**", se puede pensar en diferentes situaciones. Las posibles motivaciones para revelar información voluntaria podrían ser: la voluntad de alcanzar un menor coste del capital, la voluntad de contrastar una maniobra agresiva de un competidor en el mercado del producto final de la empresa, o la necesidad de transmitir información sobre el valor de activos que el modelo contable tradicional no reconoce y no valora correctamente.

Con referencia al "**Qué**" las revelaciones voluntarias pueden centrarse en cada tipo de información privilegiada que puede ser de interés para algunos o para todos los posibles usuarios.

Con referencia al "**Cómo**", hay diferentes posibilidades una vez que la decisión de revelar determinada información ha sido tomada. Se puede revelar unos números puntuales, como, por ejemplo, una previsión de beneficios. Alternativamente, se puede revelar un intervalo de valores posibles como, por ejemplo, cuando se revela información sobre el riesgo de ciertos productos financieros derivados. Otra posibilidad es revelar simplemente información cualitativa sobre, por ejemplo, la situación del mercado, la calidad de los productos, el grado de satisfacción de los clientes o el desarrollo de nuevos productos. También se puede decidir revelar información en la memoria anual, en una reunión con los analistas, o a la prensa.

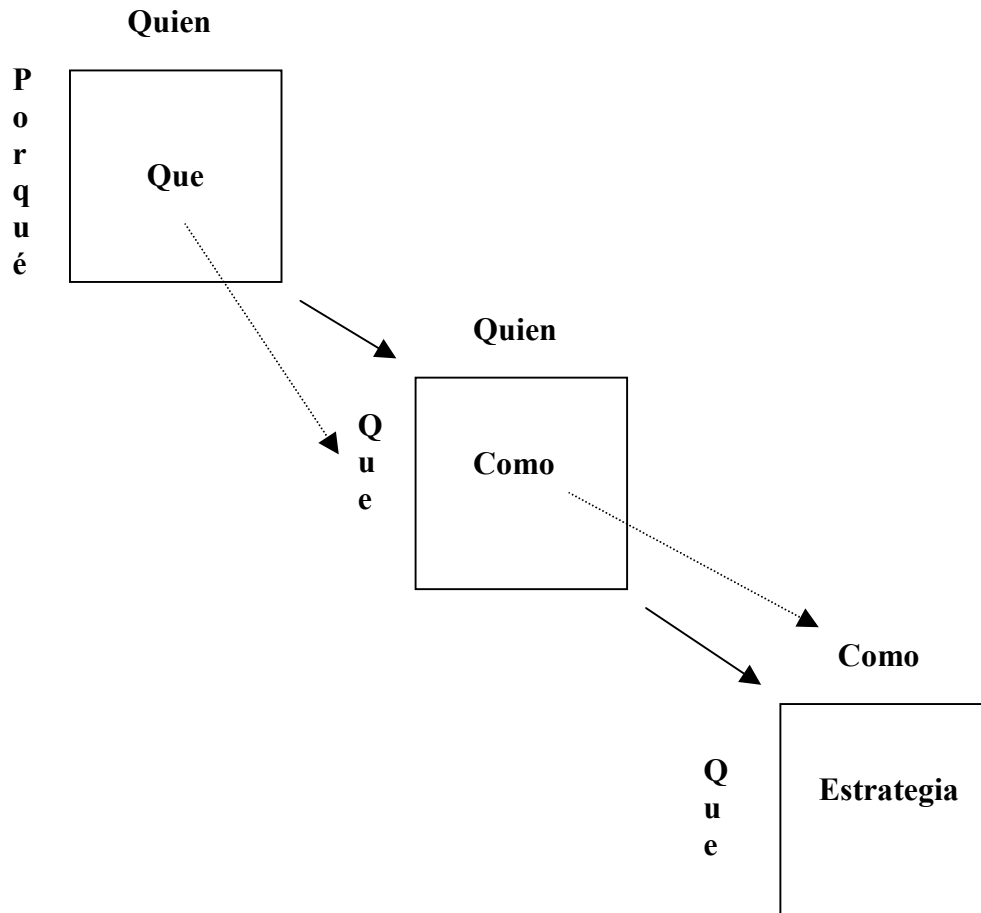
Las cuatros preguntas definen las cuatros dimensiones fundamentales de la decisión de revelar información de manera voluntaria, y se pueden combinar por parejas y representar a través de matrices. De esta forma, aparecerían 6 posibles matrices.

- Por qué/Cómo
- Por qué/Qué
- Por qué/Quién
- Cómo/Quién
- Qué/Quién
- Cómo/Qué

La matriz "Cómo/Quién" es la que define la estrategia de revelación y constituirá el punto final de nuestra análisis.

Las otras cinco matrices se pueden utilizar en secuencia para definir algunas de las otras dimensiones de la estrategia de revelación. La combinación de "Quién" con "Por qué" nos puede permitir también una evaluación de los costes de la revelación ya que nos permite ver de manera simultánea la información que la empresa puede revelar a los distintos usuarios. Esta visión simultánea facilita la tarea de evaluar los conflictos existentes cuando se revela la información a todos los usuarios a la misma vez. Estos costes serán fundamentales en el determinar la estrategia de revelación al momento de combinar "Qué" con "Cómo".

La Figura 2 presenta un ejemplo de una cadena de matrices.



**Figura 2** Cadena de matrices de revelación

## 5. Conclusiones

Utilizando como base la literatura teórica sobre las revelaciones voluntarias de información privilegiada, se han delineado los factores determinantes en la definición de una estrategia óptima de revelación.

En la base de la decisión de revelar información de manera voluntaria, encontramos el problema de la selección adversa que impide un funcionamiento correcto de los mercados de los capitales. Bajo condiciones ideales, el problema de la selección adversa tendría que solucionarse a través del principio de revelación total; según el cuál, no es posible ocultar información privilegiada a los mercados de los capitales. El análisis de

las condiciones ideales que garantizan este resultado ha contribuido a destacar el porqué no las encontramos en la realidad. El cuestionar las hipótesis fundamentales del principio de revelación total ha permitido a la literatura teórica llegar a definir los factores determinantes en el desarrollo de una estrategia óptima de revelación voluntaria.

Se ha propuesto la combinación de estos factores determinantes ("Quién", "Por qué", "Qué" y "Cómo") en matrices sucesiva para llegar a la matriz "Qué"/"Cómo" que define la estrategia de revelación voluntaria pública.

Sin embargo, todavía queda una problemática abierta tanto desde un punto de vista teórico como desde el punto de vista de la propuesta práctica: el "**Cuándo**" de las revelaciones voluntarias. La investigación teórica no ha sabido insertar todavía de manera satisfactoria la variable tiempo en los modelos de revelación voluntaria. Por esa razón, en el momento de definir una estrategia óptima de revelación es difícil tomar la decisión de revelar una determinada información ahora o en el futuro teniendo el respaldo del modelo teórico de referencia.

## **Bibliografía**

- Akerlof G.A. (1970), "The market for 'Lemons'", *Quarterly Journal of Economics* 89(3):488-500
- Crawford V.P. y Sobel J. (1982), "Strategic information transmission", *Econometrica* 50(6):1431-1451
- Dye R.A. (1985), "Disclosure of nonproprietary information", *Journal of Accounting Research* 23(1):123-145
- Dye R.A. (1998), "Investor sophistication and voluntary disclosure", *Review of Accounting Studies*, 3(3)
- Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M. y Phillips D.M.H. (2001), *"The Value Reporting Revolution: moving beyond the earnings game"*, Ediciones PricewaterhouseCoopers
- Gigler F. (1994), "Self-enforcing voluntary disclosures", *Journal of Accounting Research* 32(2):224-240
- Jung, W. y Kwong, Y., (1988), "Disclosure when the market is unsure of information endowment of Managers." *Journal of Accounting Research* 26(1): 146-153
- Lundholm R. (1999), "Reporting on the past: A new approach to improving accounting today", *Accounting Horizons* 13(4):315-322
- Macho-Stadler I. y Pérez-Castrillo J.D. (1994), *"Una introducción a la economía de la información"*, Ediciones Ariel Economía
- Milgrom P. (1981), "Good news and bad news: representation theorems and applications", *Bell Journal of Economics* 12(2):380-391
- Verrecchia R. (1983), "Discretionary Disclosures", *Journal of Accounting and Economics* 5(3):179-194
- Wagenhofer A. (1990), "Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent", *Journal of Accounting and Economics* 12(4):341-362