

Contenido

INFORMES FINANCIEROS	Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral.....	IX-1
PREGUNTAS Y RESPUESTAS	IX-4



Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral

Ficha Técnica

Autor : C.P.C. Luis Gerardo Gómez Jacinto*

Título : Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral

Fuente : Actualidad Empresarial, N° 170 -Primera Quincena de Noviembre 2008

1. Introducción

La teoría financiera realiza formulaciones teóricas sobre el valor de los activos, el funcionamiento de los mercados financieros y las relaciones entre los grupos que aportan fondos a la empresa; y para los tres ámbitos en donde se centra la teoría financiera la información asimétrica juega un punto central en la explicación de cómo se forman los precios de los activos financieros, en la eficiencia de los mercados de capitales y en la determinación de la estructura de capital de una empresa. Asimismo, los efectos de la asimetría informativa han tenido eco en las distintas teorías de la empresa: la teoría de los costos de transacción, de los derechos de propiedad y de la teoría de la agencia. La información asimétrica en la teoría financiera genera todo un campo de estudio que se tiende a interrelacionar con los aspectos más relevantes, en cuanto a los conflictos que aparecen producto de que alguno de las partes que intervienen en una transacción, maneja un tipo de información que la otra parte no dispone, generando la aparición de comportamientos oportunistas en relación con la toma de decisiones financieras, en la formación de precios de los títulos, en la valoración de los activos financieros y en el conflicto entre propiedad y control. La

teoría financiera en este aspecto reconoce que la información que se genera y que sirve de insumo para la toma de decisiones, se distribuye de manera asimétrica, provocando una serie de trastornos que implican estudios profundos para conocer los factores que causan la asimetría informativa y plantear soluciones que puedan minimizar su impacto o influencia en las decisiones financieras.

El interés de la teoría financiera y de la teoría de la empresa por los problemas de información se debe a una preocupación común, como son los dos conflictos más emblemáticos que se generan en la empresa: el conflicto entre accionistas externos e internos, es decir, entre propiedad y control de la empresa, y entre accionistas y acreedores, es decir, entre los distintos aportantes de capital. Los conflictos entre propiedad y control surgen fundamentalmente como consecuencia de la asimetría informativa que se produce entre accionistas internos y accionistas externos. Los accionistas internos, debido a su proximidad con la actividad cotidiana de la empresa, están mejor informados sobre la realidad de la empresa. Esto les sitúa en una posición ventajosa respecto al resto de los accionistas que no ocupan cargos de responsabilidad en la entidad, y que sólo reciben información pública con cierta periodicidad. El problema planteado ha configurado un nuevo marco de análisis que se conoce como la teoría financiera de la agencia, en el seno de la cual se desarrollan propuestas para resolver este conflicto entre propiedad y control: mecanismos de control, sistemas de incentivos, regulación. De entre ellas, cabe destacar la importancia conferida a la estructura de capital de cara a desarrollar mecanismos de vigilancia y control, que permitan minimizar los costos del conflicto de intereses entre los distintos agentes. Esta interrelación permite también la revisión del estudio de las

decisiones financieras de la empresa en presencia de información asimétrica.

Según Del Brio (1999), la literatura financiera ha determinado cuatro factores claros que generan una relación clara entre la teoría financiera y su relación con los efectos de la información asimétrica. Estos son: la racionalidad limitada, la incertidumbre, los precios de equilibrio (en los mercados de valores) y la discrecionalidad de los directivos. De estos cuatro factores, nos vamos a ocupar, ya que de ellos es que se originan los comportamientos oportunistas que generan la aparición de la selección adversa y del riesgo moral.

2. Racionalidad Limitada

En el ámbito de la economía de la información, se analiza la posibilidad de que el agente económico infiera la información privada directamente de los precios gracias a su racionalidad, la cual, en los planteamientos neoclásicos, se considera absoluta o sustancial. En oposición a los neoclásicos, la teoría financiera moderna considera que la racionalidad del individuo es limitada, por lo que a las restricciones tecnológicas y presupuestarias a las que se enfrentan los que toman decisiones, hay que añadir su capacidad limitada para recibir, interpretar o transmitir información. Sus efectos se hacen sentir especialmente a la hora de formalizar contratos, ya que quedan contingencias sin evaluar y condiciones sin especificar; y a la hora de interpretar las señales enviadas al mercado por la empresa y los inversionistas informados. Pero, asimismo, se producen otros efectos, no necesariamente negativos, como consecuencia de la racionalidad limitada; por ejemplo, puede producirse una anticipación del comportamiento de los inversionistas menos informados por parte de los inversionistas informados. Los inversionistas informados son concientes

* Profesor de Finanzas de la Universidad Nacional de Piura, MBA por la Universidad de Alcalá de Henares - España, Doctorado en Economía y Empresa por la Universidad de Salamanca - España. ggomezjacinto@yahoo.com

de que los inversionistas desinformados intentarán inferir información a partir de las decisiones de los inversionistas informados, por lo que tratarán a su vez de anticipar la reacción de aquellos y frustrarles sus intentos. De esta forma, la relación entre ambos grupos puede describirse como un juego con asimetría de información en el que cada jugador es conciente de las estrategias disponibles para el otro y asume que el otro tratará de optimizar su juego. La racionalidad limitada genera entonces que las decisiones que se tomen con relación a la administración de los recursos económicos de una persona, empresa o gobierno, bajo el contexto de asimetrías informativas, generará comportamientos oportunistas que darán origen a la aparición de problemas de selección adversa y riesgo moral en las transacciones económicas.

3. La Incertidumbre

Los principales avances en el estudio de la asimetría informativa se producen en el ámbito de la teoría económica. Las teorías de la economía de la incertidumbre y la economía de la información incorporaban esta como variable adicional para la descripción del comportamiento económico dada su participación en la formación de los precios de equilibrio. En el mercado de valores la información requiere, si cabe, una mayor relevancia, dada la imposibilidad de observar directamente muchos de los atributos del producto, como la calidad de los títulos o las perspectivas de la empresa tenedora, y dada la dificultad de determinar su precio en términos comparativos, respecto al resto de las empresas del sector o del mercado. Esta es la raíz de la asimetría informativa, clave para el desarrollo de la economía de la información, de la hipótesis de eficiencia del mercado y de la teoría general del equilibrio. Aquí también se analiza si los precios de equilibrio pueden o no reflejar toda la información disponible sobre la empresa. Cuando la reflejan totalmente el agente se encuentra ante una situación de información perfecta y de certidumbre en la toma de decisiones. Cuando no la refleja totalmente, o sólo la hace parcialmente, se produce incertidumbre o falta de información suficiente sobre las circunstancias relevantes del futuro o sobre los procedimientos para efectuar una valoración concreta de los resultados de las decisiones económicas. Cuando la información es imperfecta en algún lado del mercado hablamos de asimetría en la información. A ello pueden contribuir el diferente acceso a la información, el costo de la información, y también la racionalidad limitada del inversionista y el oportunismo de los inversionistas informados que se reservan la información privada en vez de hacerla pública.

Dos conclusiones se pueden derivar de lo anteriormente manifestado. En primer lugar, se produce la incorporación

de la incertidumbre y de la información asimétrica en el proceso de toma de decisiones. En segundo lugar, se produce la interacción entre las teorías económicas y financieras para la comprensión de los efectos de la asimetría informativa sobre la empresa y sus inversionistas.

4. Precios de Equilibrio

La información asimétrica actúa sobre dos áreas financieras de manera muy clara: La teoría financiera de la decisión y la teoría de valoración de activos financieros. En este último ámbito de estudio, la incertidumbre se mide a través del riesgo financiero y, por tanto, la asimetría informativa que se genere en el mercado estará directamente relacionada con él. La inestabilidad del entorno económico genera mayores posibilidades de que se produzcan noticias sobre las empresas afectadas; noticias buenas o malas, cuya difusión no se produce necesariamente de manera uniforme entre los distintos inversionistas. Los modelos de valoración de activos financieros preconizan la relación rentabilidad-riesgo como determinantes del valor del activo financiero y, por tanto, de su precio de mercado. Esta relación de equilibrio rentabilidad-riesgo indica que cuando aumenta el riesgo de un título ha de aumentar también la rentabilidad esperada de la inversión, como forma de compensar ese mayor riesgo, dado que se presume la aversión al riesgo del inversionista promedio. Además, la evolución de las teorías de valoración de activos han ejercido una influencia fundamental en el análisis de la eficiencia del mercado, dado que un contraste y definición adecuados de la eficiencia de un mercado requiere el empleo de un modelo de equilibrio del mercado que permita conocer la rentabilidad esperada en una transacción. Esta atribución al mercado de la asignación del riesgo es también un rasgo característico del nuevo gerencialismo, que además le encomienda funciones de control sobre la empresa y sus directivos, como se pone de manifiesto en la relación entre la rotación de los títulos en el mercado y el control del mercado de valores. Lange y Sharpe (1995) observan que la efectividad de la vigilancia ejercida por el mercado de capitales sobre la empresa y sus directivos puede estar directamente relacionada con la negociación sobre información privada que se realice con acciones de la empresa.

La incorporación de la asimetría al estudio de la teoría financiera clásica o teoría financiera de la decisión en la que se había incorporado ya la toma de decisiones en incertidumbre, supone principalmente una revisión de las decisiones de estructura de capital, de dividendos y de las interrelaciones entre decisiones de inversión y financiamiento. La consideración de distintas imperfecciones en el mercado propicia la defensa de la relevancia de la estructura de capital. Entre las distintas imperfecciones reseñadas en la literatura, aparte de los

impuestos o costos de quiebra, se encuentra precisamente la información asimétrica y, relacionados muy directamente, los costos de agencia derivados del uso de capitales propios o ajenos. Las teorías de los efectos de la información asimétrica sobre la estructura de capital de la empresa tienen su máxima representación en dos obras claves de la literatura financiera: Leland y Pyle (1977) y Myers y Majluf (1984). Ambos trabajos son fundamentales de cara a analizar los mecanismos de control y de señalización que sirven de solución al conflicto de agencia. Pero, además, la relevancia de la estructura de capital como consecuencia de los efectos de la información asimétrica favorece la interrelación entre las decisiones de inversión, de financiamiento y de dividendos. Se producen problemas de infrainversión dados los conflictos entre accionistas y acreedores y entre accionistas actuales frente a accionistas futuros; y problemas de sobreinversión en la relación de directivos frente a accionistas. Problemas representativos de comportamientos oportunistas que pueden encuadrarse tanto en el marco de la selección adversa como del riesgo moral.

5. Discrecionalidad Directiva

La discrecionalidad de los directivos puede dar lugar a una serie de comportamientos indebidos al tratar de hacer uso de información que el otro agente desconoce. La literatura económica se refiere a ellos como comportamientos oportunistas, siendo dos las formas fundamentales: Selección adversa y riesgo moral. Tanto la teoría de los derechos de propiedad como la teoría de los costos de transacción consideran la posibilidad de estas formas de comportamiento, a las que consideran propias de la naturaleza humana, capaz de revelar información falsa (comportamiento estratégico ex-ante o información oculta) o de incumplir con los acuerdos contraídos (comportamiento estratégico ex-post o acción oculta) si ello reporta algún beneficio. En definitiva, el oportunismo se relaciona con el principio de maximización de la utilidad del agente económico, y también con Williamson (1975, 1985) para quien la razón de ser de la empresa reside en los cambios en los derechos de propiedad desencadenados por la búsqueda de una mayor utilidad. Pero el factor fundamental radica en que si todos los agentes económicos poseyeran la misma información y, en consecuencia, las mismas expectativas y estimaciones de probabilidad, estos comportamientos no tendrían lugar.

Los problemas de comportamientos oportunistas analizados desde la perspectiva de la información asimétrica tienen como elemento motriz la falta de información por parte de alguno de los agentes, ya sea sobre lo que hacen los demás, lo que conocen los demás o dónde pueden obtenerse las mejores oportunidades.

5.1. Selección Adversa

La asimetría de información entre dos partes al iniciar o mantener una relación o contrato puede originar lo que Akerlof (1970) denominó efecto de "selección adversa" (o antiselección). Con esta expresión, se trata de describir aquellas situaciones de "oportunisto precontractual" en que la parte menos informada no es capaz de distinguir la buena o mala "calidad" de lo ofrecido por la otra parte, por lo que acaba suponiendo que lo más probable es la posibilidad peor, ya que, por lo general, es lo más interesante para el otro agente. En esta situación, se induce un efecto de selección adversa, dado que únicamente se acabarán ofreciendo las peores "calidades", ya que no se distinguen de las "buenas". No obstante, la información privada puede en ocasiones tratar de descubrirse a través de señales creíbles siempre que el transmisor obtenga con ello algún beneficio y le resulte costos emitir una señal falsa. El problema de selección adversa surge cuando una parte de la transacción posee información relevante desconocida por la otra, de forma que la primera realiza el proceso decisional y la transacción en superioridad de condiciones. El resultado en este tipo de situaciones es que productos de distinta calidad pueden ser vendidos al mismo precio debido a que el comprador no tiene la información suficiente para discriminar entre unos y otros. En el caso del mercado de valores, las empresas cuyos títulos son de mayor calidad tienen incentivos para enviar información a los compradores potenciales que les advierta de la verdadera calidad y haga ver al mercado que los títulos de la empresa están infravalorados y, por lo tanto, deben invertir en ellos.

Para Mascareñas (2007), el problema de selección adversa surge cuando el prestamista no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el instante de conceder el préstamo. En el contexto de un contrato de préstamo, y a igualdad de valor esperado, el prestamista o acreedor preferirá los proyectos más seguros y el prestatario o deudor los más arriesgados. En este escenario, los prestatarios que disponen de proyectos arriesgados intentarán ocultar el verdadero riesgo del proyecto con objeto de aprovecharse de la relativa desinformación del prestamista. El resultado será que los acreedores, al no disponer de información fiable sobre cada uno de los proyectos que se les pide que financien, exigirán un tipo de interés representativo del riesgo medio de dichos proyectos, lo que provocará que aquellos prestatarios que poseen proyectos de bajo riesgo

renuncien a realizarlos porque su financiamiento será demasiado caro y, por el contrario, los que posean proyectos con un riesgo superior a la media estarán encantados de poder financiarlos a un costo inferior al que debieran haberlo hecho.

Según Menéndez (2001), la asimetría de información entre directivos y accionistas puede conducir a que la empresa esté infravalorada en el mercado en aquellos casos en que las verdaderas expectativas de la empresa sean positivas, pero no sean reconocidas por los accionistas. En estas situaciones, los directivos de la empresa con expectativas positivas tienen incentivos para diferenciarse, comunicando la información positiva que no están considerando los accionistas, a través de alguna señal creíble, como es la decisión de aumentar el nivel de endeudamiento de la empresa. El interés de los directivos en evitar la insolvencia determina que los accionistas interpreten los aumentos en el nivel de endeudamiento como una señal de que el riesgo de fracaso financiero de la empresa no es relevante, ya que los directivos son penalizados si, con posterioridad se producen problemas de solvencia, en el sentido que como consecuencia, pueden ver reducida su remuneración, ser despedidos, quedar en entredicho su prestigio profesional, etc. El efecto informativo de la estructura de capital tiene su prueba empírica en los cambios significativos que se observan en la cotización de las acciones en torno a la fecha en que se anuncia un cambio en la relación de endeudamiento. En este sentido, los estudios empíricos señalan que la cotización de las acciones aumenta significativamente tras el anuncio de incrementos en el endeudamiento, reduciéndose en caso contrario.

Así, como el aumento de la deuda es interpretado como una señal positiva, por el contrario, la decisión de los directivos de ampliar capital produce un claro efecto de selección adversa. Los inversionistas perciben que la emisión de fondos propios es una señal de que las acciones están sobrevaloradas y, por tanto, una señal negativa; ya que los directivos se verían perjudicados con la emisión si los títulos estuvieran infravalorados, dado que los nuevos accionistas pagarían por cada título un precio inferior a su valor, provocando una reducción del valor de la empresa. De acuerdo con este argumento, los contrastes empíricos observan que el anuncio de ampliaciones de capital provoca caídas significativas en la cotización de las acciones.

Las situaciones de selección adversa derivadas de la asimetría de la informa-

ción también se producen en la relación de los directivos con los acreedores al solicitar nuevo financiamiento ajeno. Menéndez (2001) manifiesta que el efecto de la selección adversa, en este caso, se refiere a los aumentos en el riesgo promedio de los deudores que inducen incrementos en el tipo de interés o en las garantías exigidas por la entidad financiera, como consecuencia de que los mayores intereses o garantías desincentiven la solicitud de crédito a los clientes más adversos al riesgo. Los acreedores decidirán, en consecuencia, denegar la concesión de deuda, no sólo a las empresas que claramente sean identificadas como insolventes, sino también a aquellas en las que la asimetría de información impida evaluar su probabilidad de insolvencia (racionamiento del crédito). La disponibilidad de información sobre la situación de solvencia de los prestatarios potenciales es por tanto variable que discrimina qué empresas pueden recibir crédito y cuáles tendrán negado el acceso. En este sentido, entre las fuentes de información que reducen la asimetría informativa, cabe destacar la capacidad de autofinanciamiento, un mayor poder de mercado, mayor tamaño, empresas que ya sean clientes del acreedor, que pertenezcan a sectores regulados, o que tengan sus emisiones sometidas a la calificación de alguna agencia especializada.

5.2. Riesgo Moral

Así como la selección adversa en general se relaciona con asimetrías de información ex-ante, una vez iniciada la relación entre las partes la asimetría de información ex-post, es decir, sobre las actuaciones futuras de una de las partes, provoca el problema conocido como de "riesgo moral", relacionado con los comportamientos oportunistas que ampara la asimetría de la información. Se considera que existe un problema de riesgo moral (o acción oculta) cuando una parte de la transacción puede adoptar determinadas acciones que afectan a la valoración que la otra parte ha hecho de la transacción, pero que esta no puede controlar perfectamente. En una relación de agencia es fácil que aparezca un problema de riesgo moral, dado que el agente puede aprovechar su mayor acceso a la información para maximizar sus propios intereses a expensas del principal. Beaver (1989) considera como formas típicas del riesgo moral el fraude, la evasión de fondos, la remuneración distinta del sueldo y todas aquellas acciones cuya realización no persiga los intereses del principal, tales como la selección de proyectos de inversión en los que la rentabilidad no compensa el riesgo soportado por el aportante del capital.

Los problemas de riesgo moral en la empresa surgen del incentivo que tienen los directivos para tomar decisiones o realizar actuaciones en beneficio propio, dadas las dificultades de accionistas y acreedores para controlarlas. Las diferencias de información entre directivos, accionistas y acreedores, junto a la divergencia de sus intereses, originan conflictos asociados a la discrecionalidad con que los directivos pueden adoptar las decisiones, provocando situaciones de riesgo moral u oportunismo poscontractual, de manera que el decisor pueda perseguir intereses personales a expensas del resto de los grupos participantes.

La posibilidad que los directivos adopten comportamientos oportunistas provoca que los accionistas traten de controlar las decisiones y así eviten que se alejen del objetivo de crear valor. A su vez, la posibilidad que actúen los mecanismos de control, incentiva a los directivos a mostrar el alineamiento de sus decisiones con los objetivos de los accionistas, finalidad a la que puede contribuir la decisión de endeudamiento, en la medida que facilita la supervisión de los mercados financieros y reduce los fondos de libre disposición. La decisión de aumentar el nivel de endeudamiento, además de someter a la empresa a la supervisión de los mercados financieros, permite atenuar los conflictos de intereses que surgen de la discrecionalidad con que los directivos pueden emplear los denominados flujos de caja de libre disposición ("free cash-flow"), entendiendo como tales los fondos que quedan disponibles en la empresa tras haber realizado todas las inversiones con valor actual neto positivo (Jensen, 1986). Al mismo tiempo, la deuda como fuente de financiamiento supone un incentivo para que los directivos orienten sus decisiones de forma más efectiva hacia el objetivo de creación de valor, a fin de evitar la insolvencia y la quiebra empresariales, que perjudicaría también sus intereses. De esta manera, tratando de reducir la probabilidad de insolvencia, es de esperar que los directivos se apropien de menos beneficios empresariales y traten de realizar inversiones más rentables.

La asimetría de información característica de los mercados financieros y los problemas de riesgo moral afectan asimismo a la relación entre directivos y acreedores, dadas las dificultades de los prestatarios para inferir las decisiones empresariales una vez concedida la deuda. La asimetría de información favorece decisiones oportunistas en perjuicio de los acreedores, como son la distribución inesperada de los dividendos, la emisión de deuda de igual a mayor prioridad y la realización de inversiones subóptimas. Los acreedores, en la medida que anticipen estas actuaciones oportunistas, impondrán mayores costos al financiamiento, exigirán mayores garantías y fijarán cláusulas contractuales que establezcan volúmenes mínimos de inversión, prohibiciones de ventas de los activos, o limitaciones en el reparto de dividendos. Sin embargo, la dificultad de controlar anticipadamente todas las contingencias que pueden afectar al valor de la deuda motiva que los acreedores no siempre estén interesados en conceder financiamiento, sino que, en aquellos casos en que la asimetría de información sea más fuerte, prefieran racionar el crédito, ya que el incremento del tipo de interés puede aumentar el riesgo promedio de la cartera de créditos del acreedor, debido a que tal medida incentive la realización de las inversiones más arriesgadas. En estas situaciones, es fundamental la disponibilidad de garantías reales, como factor que favorece la obtención de financiamiento ajeno, ya que disminuye las pérdidas posibles para el acreedor.

En conclusión, el tratamiento de los problemas de información asimétrica pretende eliminar los efectos de esta sobre distintos aspectos de la empresa o del mercado mediante distintas medidas paliativas, que van desde el establecimiento de mecanismos de vigilancia y control o sistemas de incentivos adecuados diseñados desde la teoría financiera de la empresa; o bien garantizando una situación de información perfecta que se produce, por ejemplo, cuando los mercados

son eficientes o cuando la información pública desempeña eficientemente su papel preventivo.

6. Bibliografía

Akerlof, G.A. (1970): The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*; August; 488-500.

Beaver, W.H. (1989): *Financial Reporting: An Accounting Revolution 2/e*. New Jersey: Prentice Hall.

Del Brio, Esther (1999): Efectos de la asimetría informativa sobre la hipótesis de eficiencia. Análisis del comportamiento de los iniciados en el mercado de valores español. Tesis para optar el título de doctora. Universidad de Salamanca. 378 págs.

Jensen, M.C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*; 76 (2); 323-329.

Lange, H.P. y Sharpe, I.G. (1995): Monitoring costs and ownership concentration: Australian evidence. *Applied Financial Economics*; 5 (6); 441-447.

Leland, H.E. y Pyle, D.H. (1977): Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*; 22 (2); 371-387.

Mascareñas, Juan (2007): *Contratos financieros principal-agente*. Monografía. Universidad Complutense de Madrid. 40 págs.

Menéndez Requejo, Susana (2001): Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*. Nº 10; 485-498.

Myers, S. y Majluf, N. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*; 13; 187-221.

Williamson, O.E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.

Williamson O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.