

A FONDO

Algunos problemas pendientes en finanzas corporativas (I)



Arturo Bris

IMD, Yale International Center for Finance, European Corporate Governance Institute

Probablemente sea difícil encontrar un campo en las ciencias sociales en el que la investigación ha tenido tanto impacto en la vida real como en finanzas corporativas. Las finanzas corporativas se dedican al estudio del pasivo del balance de las empresas. En concreto, este campo de las finanzas estudia cuál es la combinación óptima de fuentes de financiación que minimizan el coste de capital de una empresa; cuáles son estos instrumentos financieros; finalmente, cuáles son los factores que determinan el coste de uno u otro.

En este artículo propongo una lista de problemas que la investigación en finanzas corporativas no ha resuelto todavía, y a los que los investigadores estamos actualmente dando respuesta. Son ejemplos de cómo banqueros, inversores institucionales y políticos han recurrido a la investigación en busca de soluciones. Son ejemplos del valor social de la investigación en finanzas corporativas.

Una definición apropiada de riesgo

En 1964, los economistas William Sharpe and John Lintner desarrollaron el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), un modelo de valoración de activos que en su versión más simple predice que la rentabilidad esperada de un activo ha de ser siempre el tipo de interés sin riesgo, más una prima que depende del riesgo sistemático de ese activo. Riesgo sistemático es el riesgo inherente en un activo financiero que no puede ser eliminado por medio de la diversificación. Es, en otras palabras, la "cantidad de riesgo de mercado" que contiene cualquier instrumento. La medida de riesgo sistemático de un activo se llama *beta*, término sagrado en el argot financiero. Hemos enseñado el CAPM en escuelas de negocios durante décadas, y los analistas financieros lo han aplicado al tomar decisiones de inversión. Sin embargo, muchos resultados recientes han puesto en duda la validez de este modelo. En primer lugar, porque se ha comprobado que el riesgo no sistemático (riesgo de un activo que puede ser eliminado mediante la diversificación) es recompensado en los mercados.

Es cada vez más infrecuente el uso de CAPM entre los inversores. Sin embargo, los académicos todavía no hemos logrado una alternativa científicamente comparable.

Sin un modelo de valoración de activos, tampoco es posible valorar con precisión los pasivos, lo cual impide, por ejemplo, medir el coste de capital en empresas multinacionales que, como los bancos españoles, se

financian o invierten en mercados emergentes. Tampoco es posible evaluar inversiones porque no se puede medir con precisión su riesgo. Nestlé, la multinacional Suiza, tiene una *beta* de 0,55, lo cual quiere decir que su rentabilidad esperada es menor que la rentabilidad del mercado (técnicamente, su prima de riesgo es aproximadamente la mitad que la prima de riesgo del mercado). Sin embargo, su rentabilidad media en los últimos veinticuatro meses ha sido de un 25% anual.

Estructura de capital óptima cuando los mercados son irracionales

La aplicación de conceptos de psicología a las finanzas ha servido para explicar comportamientos de los inversores que antes sólo se tachaban de anómalos (o, usando una terminología técnica de nuevo, de racionalidad limitada). En la teoría financiera, el inversor era siempre un agente racional, que era capaz de procesar toda la información a su alcance y de tomar decisiones óptimas. Sin embargo, ahora sabemos que los inversores y directivos sufren un exceso de confianza, que les hace sobreestimar la precisión de sus estimaciones. Por ejemplo, es típico que, en empresas que cotizan a 50 euros por acción, el consejero delegado confiese públicamente que la acción está definitivamente infravalorada y vale 60 euros.

También se ha observado que los participantes en los mercados son por lo general demasiado optimistas. En una encuesta realizada entre directivos de empresa en febrero de 2006, el Deutsche Bank encontró que el 36% de los directivos consideraba que su empresa tenía un nivel de riesgo menor que otras empresas en su industria, mientras que solamente el 16% consideraba que el nivel de riesgo era mayor. Estadísticamente, no es posible que todos estén en lo cierto, lo cual refleja un optimismo excesivo en el directivo medio. Este sesgo psicológico es el mismo que hace que el 19% de los ciudadanos estadounidenses piense que está entre el 1% de los más ricos. O que el 60% de los conductores se considere mejor que la media. Si los inversores y los directivos no son racionales, entonces podemos entender por qué la mayoría de las empresas que se embarcan en fusiones pagan demasiado por las empresas que compran. O por qué la gran mayoría de los inversores que invierten en bolsa a título individual pierden dinero. También la irracionalidad explica un fenómeno conocido como *dinero tonto*, que consiste en que los fondos de inversión que tienen un año excelente reciben una mayor afluencia de dinero al año siguiente, y es entonces cuando la rentabilidad del fondo cae drásticamente (y viceversa). El término *dinero tonto* sugiere que los inversores en fondos eligen por lo general el fondo equivocado. Por

tanto, en un mercado así, los inversores no valoran bien los instrumentos financieros, y los directivos toman decisiones de financiación erróneas. En este escenario, el campo de las finanzas corporativas todavía no ha podido prescribir cuál es la mezcla de deuda y capital que maximiza el valor de la empresa.

¿Pagar dividendos o recomprar acciones?

Cuando una empresa genera beneficios, ¿cómo deben ser éstos distribuidos a los accionistas? Las alternativas son dos: la empresa puede pagar un dividendo, y también puede recomprar parte de sus acciones. En el primer caso, todos los accionistas reciben una compensación proporcional a su participación en la empresa. Si un accionista no quiere recibir el dividendo, no puede sino vender sus acciones. En cambio, en una recompra de acciones solamente los accionistas que venden (sea en mercado abierto, o a través de una oferta pública) hacen líquida su inversión. En cierto sentido, los dividendos son una manera de recompensar a los accionistas que es menos democrática, por cuanto los accionistas no tienen elección. Por ello, y porque en algunos casos las recompras tienen ventajas fiscales, las recompras de acciones se hicieron mucho más frecuentes en los años noventa. Ahora parece que la preferencia por los dividendos ha aumentado, pues los inversores quieren ver materializada su inversión inmediatamente y no quieren que su dinero quede improductivo en manos de los gerentes.

¿Cuál es el dilema en relación a los dividendos y las recompras? Si se considera que ambas son maneras de retribuir al accionista, deberían ser recibidos con agrado por el mercado. Sin embargo, hay veces que no es así. Cuando Vodafone anunció en mayo de 2005 que iba a recomprar acciones por un valor de 4.500 millones de libras, el precio de sus acciones cayó en un día el 2,7%. ¿Por qué? Porque, después de haberse embarcado en grandes adquisiciones (Mannesmann), los accionistas se dieron cuenta de que Vodafone no sabía qué hacer con tanta liquidez, y penalizaron a la compañía. Por tanto, no es fácil prescribir cuál es la política de dividendos más favorable a la empresa.

Además, el auge de las recompras no tiene en cuenta que éstas favorecen a inversores que abandonan la empresa (porque venden) y no a los inversores de largo plazo que mantienen su inversión en la compañía.



Imagen de la Bolsa de Madrid. / Efe

Expansión

expansion@recoletos.es

RECOLETOS

Depósito Legal M-15572-1986
ISSN 1576-3323

DIRECTOR Jesús Martínez de Rioja Vázquez
DIRECTOR DE REDACCIÓN Iñaki Garay
SUBDIRECTORES Manuel del Pozo y Martí Saballs

REDACTORES JEFES Mayte A. Ayuso, Pilar Cambra, Roberto Casado, Carlos Cuesta, Juan José Garrido, Augusto González-Besada, Francisco Oleo, José Orihuel (Cataluña) y Pilar Trucios

Empresas Clara Ruiz de Gauna y Marta Fernández **Finanzas/Mercados** Laura García y Gonzalo Fernández **Economía** Estela S. Mazo **Entorno** Tino Fernández **Opinión** Consuelo Calle **Especiales** María José Gómez-Serranillos **Corresponsal político** Manel Manchón **Expansion.com** Jorge Madrid **Infografía** José Juan Gámez **Fotografía** Rafael Martín **Andalucía** Simón Onrubia **Cataluña** Gemma Martínez **Comunidad Valenciana** Julia Brines **Galicia** Abeta Chas **Comunidad Europea** Ramón Rodríguez Lavín **Nueva York** Juan Llobell **Londres** Miquel Roig

MADRID 28046. Paseo de la Castellana, 66. Tel. 91 337 32 20. Télex 41889. Fax: **Empresas** 91 337 32 45. **Finanzas** 91 337 32 04. **Economía** 91 321 69 55. **Fin de Semana/ Expansión y Empleo/Especiales** 91 337 32 66.
BARCELONA 08017. Avda. Diagonal, 640. Edif. 3-4.ª planta. Tel. 93 227 67 00. Telefax 93 227 67 61.
BILBAO 48001. Gran Vía, 8. 3.ª dcha. Tel. 94 435 65 20. Telefax 94 435 65 25.
VALENCIA 46004. Pasaje Doctor Serra, 1. 2.ª pta. 5. Tel. 96 351 77 76. Fax 96 351 81 01.
SEVILLA 41011. República Argentina, 25. 9.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01.
VIGO 36202. López de Neira, 3. 3.ª Oficina 303. Tel. 986 22 79 33. Telefax 986 43 81 99.
BRUSELAS Bd. Charlemagne, 46. 1000 Bruselas. Tel. (322) 2311932. Fax (322) 2309303.
NEW YORK 1330. Avenue of the Americas, 8.º New York, NY 10019. Tel. (1212) 641 65 96. Fax (212) 641 65 97.
LONDRES Financial Times, Number One Southwark Bridge. London SE1 9HL. Tel. 44 20 78733369. Fax 44 20 78733731.

Publicidad NOVOMEDIA, S.A.

PRESIDENTE José Manuel Rodrigo
DIRECTOR ÁREA ECONOMÍA Pablo Sempere
JEFE DE PUBLICIDAD Jaime Sánchez
COORDINACIÓN Esteban Garrido
Tel. 91 337 31 74. Fax 91 337 37 84
MADRID Paseo de la Castellana, 66. 28046 Madrid
Tel. 91 337 32 58-91 337 09 32. Fax 91 337 37 84
BARCELONA Jefe de Publicidad Alicia Monteagudo
Avda. Diagonal, 640. Edif. 3-4.ª planta. 08017 Barcelona.
Tel. 93 227 67 11. Fax 93 227 67 62.
BILBAO Juan Luis González Anduiza Gran Vía, 8-3.º dcha.
48001 Bilbao. Tel. 94 435 65 20. Fax 94 435 65 25.
VALENCIA José Vicente Sánchez Beato Pasaje Dr. Serra, 1. 2.ª pta. 5. 46004 Valencia. Tel. 96 351 77 76. Fax 96 351 81 01.
ANDALUCÍA Miguel Davila Avda. República Argentina, 25. 9.º B. 41011 Sevilla. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01.
A CORUÑA Miguel Vizu C/ Juana de Vega, n.º 10 bis -5.ª planta. 15003 A Coruña. Tel. 981 20 85 37. Fax 981 22 84 59.
VIGO Manuel Carrera C/ López de Neira, 3. pl. 3. ofc. 303. 36202 Vigo. Tel. 986 22 91 28. Fax 986 43 81 99.
ZARAGOZA Álvaro Cardemil. Avda. Pablo Gargallo, 100. 50006 Zaragoza. Tel. 976 40 50 53

COMERCIAL

SUSCRIPCIONES Paseo de la Castellana, 66. 28046 Madrid. Tel. 902 37 33 37. Fax 91 337 37 71
EJEMPLARES ATRASADOS CDA. Tel. 902 50 54 86. Fax 91 208 93 31.

CIRCULACIÓN

MADRID Paseo de la Castellana, 66. Tels. 91 337 38 76-91 337 37 89. Fax 91 337 37 91.
SEVILLA Polígono Industrial La Palmera. Parcela 3. Carretera Madrid-Cádiz, km. 550. 41700 Dos Hermanas (Sevilla)
BARCELONA Avda. Diagonal, 640. Edif. 3-4.ª planta.

IMPRESIÓN

RECOPIRINT IMPRESIÓN, S.L.
Tel. 91 692 73 20. Fax 91 692 13 74

DIFUSIÓN CONTROLADA POR

