

INTRODUCCION A LAS FINANZAS CORPORATIVAS

J. Bronowsky (1973): "No es cierto que regimos nuestras vidas a través de cualquier esquema computable de solución de problemas. Los problemas de la vida son insolubles en este contexto. En cambio moldeamos nuestra conducta al encontrar principios que la guíen. Vislumbramos estrategias éticas o sistemas de valores que aseguren que lo que resulta atractivo a corto plazo sea sopesado en la balanza de los definitivo: las satisfacciones a largo plazo...El conocimiento no constituye un libro de hechos con hojas sueltas. Es, sobre todo, el responsable de la integridad de lo que somos y principalmente de lo que somos como criaturas éticas. Y no cumple con esta responsabilidad quien deja que los demás guíen el mundo y vive tranquilamente apoyando su vida en reglas morales de tiempos remotos...El conocimiento es nuestro destino".

1) Qué son las Finanzas Corporativas (Brealey & Myers, Principles of Corporate Finance 5a Ed , 3-)

La empresa no tiene fondos. Sólo los recibe de acreedores y accionistas y los coloca en inversiones.

Las inversiones de una empresa son principalmente las llamadas inversiones reales y tangibles como maquinaria, edificaciones, y capital de trabajo (cuentas por cobrar, cuentas por pagar, inventarios, efectivo). También existen inversiones reales intangibles como la experticia técnica del personal, patentes y marcas de fábrica.

Los fondos necesarios para poder financiar estas inversiones provienen de la venta de instrumentos financieros por parte de la empresa, tales como préstamos bancarios, bonos, y acciones.

En ocasiones, las empresas a su vez invierten parte de sus fondos en instrumentos financieros, aunque éste suele ser difícil de justificar.

1.1) La Función de Finanzas

Machiavelo: "Los hombres dvidan más pronto la muerte de su padre que la pérdida de su patrimonio".

El gerente de finanzas es quien intermedia entre las fuentes de los fondos y su destino. Su misión es lograr que el rendimiento de las inversiones sea suficiente para sufragar el costo de los instrumentos financieros emitidos por la empresa. De manera que los dos principales problemas del gerente de finanzas son. a) ¿En qué debe la empresa invertir?, b) ¿Cómo deben ser financiadas dichas inversiones?

Como veremos, las decisiones de inversión son en principio independientes de las decisiones de financiamiento. Primero se toma la decisión de inversión y luego se decide su financiamiento.

Entre los tenedores de instrumentos financieros emitidos por la empresa, los accionistas forman un grupo especial ya que son los últimos en beneficiarse de lo producido por las inversiones de la empresa. Sólo luego de pagar todas las otras obligaciones, los accionistas tienen derecho a obtener un rendimiento por la vía de dividendos o ganancias de capital. Los accionistas son los tenedores de los derechos residuales.

La desventaja de los accionistas es que corren mayor riesgo que los otros acreedores. La ventaja es que cuando hay beneficios mayores de lo esperado todo el excedente es a su favor. El excedente a favor de los accionistas corresponde al valor agregado por la gerencia a la empresa.

La función de la gerencia es precisamente agregar valor con miras al máximo beneficio de los accionistas (se supone que lo que es bueno para los accionistas lo es también para todas las otras partes interesadas). Como parte de la gerencia la responsabilidad del gerente de finanzas es clave ya que es éste quien debe identificar aquellas inversiones y fuentes de financiamiento que maximizan el valor agregado.

La maximización del valor tiene dos dimensiones importantes. La primera es el riesgo. Puede ser preferible un rendimiento menor si éste conlleva un menor riesgo. Un riesgo más elevado requerirá un rendimiento mayor.

La segunda dimensión es el tiempo. Se debe buscar que el rendimiento de las inversiones acometidas sea oportuno para cancelar las obligaciones de financiamiento asumidas.

Veremos que la relevancia del riesgo se ve aminorada por el efecto de la diversificación. Asimismo, la relevancia del tiempo se ve disminuida por la eficiencia de los mercados de capitales.

1.2) El Gerente de Finanzas

Desde un punto de vista funcional la gestión financiera tiene dos componentes: la tesorería y la contraloría. La tesorería se ocupa de gerenciar el dinero mientras que la contraloría se ocupa de que el dinero sea utilizado eficientemente y para lo que ha sido destinado.

La tesorería se involucra en las relaciones bancarias, la gerencia del efectivo, el crédito y el financiamiento, y los seguros. La contraloría se encarga de la contabilidad, auditoría interna, nómina, presupuestos e impuestos (Goodman, El Cambiante Ambito de la Función del Contralor).

Las decisiones de tesorería pueden clasificarse según la permanencia de su impacto en la

empresa, en decisiones a corto, mediano y largo plazo. La función de tesorería a corto plazo ocupa la mayor parte del tiempo del tesorero y se refiere al manejo del capital de trabajo.

Las decisiones a mediano y largo plazo, (principalmente las decisiones de inversión y desinversión, financiamiento y reparto de dividendos), son las de mayor impacto pero también las que menos tiempo ocupan al tesorero.

En las finanzas corporativas modernas hacemos énfasis en la función de tesorería a mediano y largo plazo.

En las empresas más pequeñas el gerente de finanzas desempeña las funciones de tesorero y contralor simultáneamente. En la medida que las empresas son más grandes éstas dos funciones suelen diferenciarse. Lo más frecuente es que se designe un gerente de finanzas (CFO) a quien reportan tanto el tesorero como el contralor.

Dada su gran importancia estratégica, las decisiones más importantes de inversión y financiamiento exigen el involucramiento directo tanto de la gerencia general (CEO) como de la Junta Directiva. Es por ello que el gerente de finanzas debe mantener una estrecha relación con ambos.

2) Principios de Finanzas Corporativas

Keynes: “Nuestra religión no era en nada mundana. Con la riqueza, el poder, la popularidad o el éxito no teníamos nada que ver: antes bien los despreciábamos del todo...Los sujetos de la comunión y de la contemplación más apasionada eran la persona a quien amábamos, la belleza y la verdad. Y la razón primigenia de la vida eran el amor, la creación y el disfrute de las experiencias estéticas, y la búsqueda del saber”.

2.1) Los Cuatro Pilares Fundamentales

Las Finanzas Corporativas modernas incluyen una variedad de temas. No obstante, debemos destacar que la totalidad de los conceptos clave están fundamentados en cuatro teorías que se entrelazan entre sí. Teorías éstas que constituyen los pilares fundamentales de las Finanzas Corporativas. Estas son:

- a) El Valor Presente Neto, que justifica bajo que condiciones las decisiones de inversión y consumo son separables y pone a nuestra disposición una metodología para la evaluación de series de ingresos y egresos (flujos de caja).
- b) La Teoría de Riesgo (Riesgo y Retorno), que nos indica en qué forma debemos incorporar el riesgo a la hora de tomar decisiones de inversión. La Teoría de Riesgo es un complemento indispensable del Valor Presente Neto.

- c) La Teoría de Opciones, que nos enseña a valorar derechos de compra o venta así como el valor de la flexibilidad gerencial en las decisiones de inversión y financiamiento. Esta teoría completa a las dos anteriores al incorporar la posibilidad de decisiones futuras (contingencia) que no tiene cabida dentro del enfoque irreversible del Valor Presente Neto.
- d) La Estructura de Capital, que explica el impacto que la forma de financiamiento (deuda, patrimonio, etc.) puede tener sobre las empresas.

2.2) Los Tres Elementos Fundamentales

Einstein, “En la medida que las leyes matemáticas se refieran a la realidad, ellas no son ciertas. En la medida que dichas leyes sean ciertas, no se refieren a la realidad”

Otra idea clave de las Finanzas Corporativas es que la totalidad de las decisiones de inversión y financiamiento puede ser modelada con base en tres elementos básicos, a saber,

- 1) Conjuntos de Activos, que comprenden instalaciones productivas, inmuebles, marcas, recursos humanos, organizaciones, procedimientos administrativos, procesos productivos, redes formales e informales con otras organizaciones, etc. Lo que da coherencia a estos Conjuntos de Activos son los Contratos (explícitos e implícitos). El verdadero valor de una empresa yace en la gerencia de los Conjuntos de Activos.
- 2) Bonos Cero Cupón, que son un simple compromiso de pago por un monto predeterminado en una fecha futura.
- 3) Opciones, que son derechos de tomar o no una decisión futura.

Veremos cómo, por ejemplo,

- Los préstamos con tasas fijas de interés son combinaciones de Bonos Cero Cupón.
- Una acción de una empresa equivale a una opción sobre sus activos
- Un préstamo bancario equivale a una combinación de bonos cero cupón con opciones
- Una oportunidad de inversión, es una combinación de conjuntos de activos y de opciones

2.3) Formación en Finanzas

Carlos Castañeda (Las Enseñanzas de Don Juan), “Observa cada camino cuidadosamente. Intenta recorrerlo tantas veces como lo consideres necesario. Luego

pregúntate, ¿Este camino tiene un corazón? Si lo tiene, es un buen camino. Si no lo tiene, no nos sirve de nada”

Una formación básica en finanzas corporativas incluye los siguientes temas:

a) Decisiones de Inversión. Separación entre las decisiones de inversión y consumo. Metodología para la toma de decisiones de inversión (Valor Presente Neto). Valoración de instrumentos financieros. Valoración de activos reales. Estrategia y valor (ventajas competitivas).

b) Riesgo. Medición del riesgo. Riesgo y diversificación (Teoría de Cartera). Relación entre riesgo y rendimiento. Arbitraje. Incorporación del riesgo en las decisiones de inversión. Impacto de la eficiencia de los mercados de capitales.

c) Capital de Trabajo. Decisiones de inversión y financiamiento a corto plazo. Relaciones bancarias. Gerencia del efectivo. Gerencia de crédito.

d) Decisiones de Financiamiento. Nivel óptimo de endeudamiento. Relación entre decisiones de inversión y financiamiento. Arrendamiento financiero. Política de dividendos.

e) Bonos. Componentes de riesgo de los bonos. Sensibilidad de los bonos a fluctuaciones de las tasas de interés (Estructura de tasas de interés, Duración).

f) Derivados. Futuros. Opciones Financieras y Opciones Reales. Cobertura de riesgo (Hedging). Teoría de agencia e instrumentos financieros complejos. SWAPs. Innovación financiera. Capital de riesgo (Venture Capital).

g) Reestructuraciones. Cambios drásticos en la composición de los activos y pasivos. Fusiones y adquisiciones.

Además, hay temas especializados tales como banca, seguros, finanzas internacionales, mercados de capitales, inversiones inmobiliarias y legislación financiera.

3) Nota sobre los Modelos Financieros

Alpha Chiang: “Una parte esencial del aprendizaje es estar alerta sobre las limitaciones de los métodos analíticos estudiados. De no ser así, podemos convertirnos en esclavos de las técnicas en lugar de en su maestro”

Ingo Walter: “Mientras más cocinamos el caldo, menos sustancia tiene”

En las Ciencias Físicas se trabaja intensamente con modelos que explican en forma más o menos precisa la realidad de los fenómenos naturales. Lo mismo sucede en Finanzas Corporativas.

Los modelos utilizados en las Finanzas Corporativas no contemplan todas las variables y por tanto son imprecisos. Esto es cierto para cualquier modelo, sin embargo, en el caso que nos ocupa este problema es aun más grave. La razón es que las Finanzas Corporativas son una rama de la Economía y, como ésta, es una ciencia social. Las ciencias sociales se caracterizan por su complejidad que se deriva del enorme número de variables que influyen sobre el comportamiento de los agentes económicos, de la compleja interrelación entre dichas variables, y de lo cambiante de estas interrelaciones. La enorme complejidad de las interrelaciones económicas obliga a que los modelos en esta disciplina tiendan a ser más imprecisos e incompletos que los de las Ciencias Físicas.

El beneficio que obtenemos del modelaje en Finanzas Corporativas es la capacidad de ir gradualmente visualizando la naturaleza de las relaciones económicas a la luz de un considerable número de modelos limitados. De forma que, en la medida que conocemos más y más modelos comenzamos a hacernos una idea cada vez más clara de cómo operan las relaciones entre agentes económicos. Es como si tratáramos de imaginar una figura de muchas dimensiones a través de muchos cortes tridimensionales.

No obstante, debemos insistir en que la enorme complejidad de las relaciones económicas debe alertarnos sobre la aceptación incondicional de los resultados que arrojan los modelos financieros, sobre todo teniendo en cuenta que la cuantificación hace sentir seguro al analista. Estos resultados sólo deben servir de apoyo para la toma de decisiones pero en ningún caso deben ser el único criterio de decisión. La validez de los resultados está en relación directa con la cercanía entre los fundamentos o supuestos del modelo y la realidad bajo estudio.

Las limitaciones de los modelos financieros son aun más marcadas en los países emergentes debido a que dichos modelos han sido desarrollados casi exclusivamente para los países desarrollados. Es por ello que su aplicabilidad en dichas regiones debe cuestionarse. El reto que se nos plantea es identificar en qué forma debemos interpretar y ajustar los modelos para encontrarle su utilidad en ese medio.

A continuación listamos algunas de las características de los países emergentes que tienden a limitar la utilidad de los modelos financieros:

- a) Instituciones poco desarrolladas, que dificultan el cumplimiento de los contratos
 - b) Presencia de monopolios y oligopolios, que distorsionan el mecanismo de precios
 - c) Mercados de capitales poco líquidos, que imponen altos costos de transacción
 - d) Marcadas diferencias de información entre los ciudadanos (incluyendo ignorancia sobre el tema económico), que distorsionan las decisiones económicas
 - e) Cambios frecuentes en la orientación de la política económica e intervención de los gobiernos en la economía, que incrementan el nivel de riesgo y distorsionan los procesos de ajuste de precios.
-

