



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2013**

PROCESOS Y CONDUCTA EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN

Ricardo A. Fornero

Universidad Nacional de Cuyo

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Procesos en las decisiones de inversión estratégica; 3. Conducta en las decisiones de inversión; 4. Directivos e inversores racionales y efectos de agencia; 5. Directivos racionales y mercados financieros con arbitraje limitado; 6. Mercados racionales y directivos sesgados con gobernanza limitada; 7. Fuerzas que alejan y fuerzas que centran.

Para comentarios: rfornero@fce.uncu.edu.ar

1. Introducción

Los aspectos de conducta (psicológicos y sociales) que se manifiestan en las decisiones de inversión han sido considerados desde hace mucho tiempo con diversas perspectivas. Más allá de los enunciados y de la mención de evidencias anecdóticas, un tratamiento más sistemático requiere explicitar las condiciones organizacionales en las que se producen esas decisiones.

Un planteo general se inicia con las teorías de la organización que adoptan una perspectiva conductual, a fines de los años 1950.¹ En la misma época, la teoría financiera de la empresa coloca a los mercados financieros en un lugar central en las decisiones de inversión y financiamiento,² y así, en los años siguientes, la teoría financiera no incluye de modo explícito las consideraciones conductuales (en las empresas o en los mercados financieros). Sin embargo, duran-

¹ Julius Margolis, The analysis of the firm: Rationalism, conventionalism, and behaviorism, *Journal of Business*, 1958; James G. March y Herbert A. Simon, *Organizations*, 1958; Richard M. Cyert y James G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, 1963.

² A partir de la formalización de Modigliani y Miller.

te ese tiempo hay estudios de las decisiones de inversión que muestran la necesidad de un tratamiento más completo del tema.³

En los años 1980, con la aplicación de la teoría de agencia, comienza a plantearse un modelo organizacional más matizado para las decisiones de inversión de la empresa.⁴ El tema después se amplía con el desarrollo de las finanzas conductuales (*behavioral finance*),⁵ con énfasis en las características de los directivos que influyen en las decisiones de inversión. Los estudios del exceso de confianza que evidencian los emprendedores y los directivos son un antecedente de la consideración formal de estas características.⁶

Ambos enfoques (teoría de agencia y finanzas conductuales) son perspectivas complementarias de ese complejo asunto, que por ahora no tiene una respuesta integral. La racionalidad (de directivos y/o de inversores) funciona como un elemento que permite las formalizaciones: formalmente, son más tratables las situaciones en las que al menos algunos tienen una percepción correcta de los demás o de los hechos, en comparación con aquellas en las que todos tienen percepciones distorsionadas.

La consideración de la conducta en las decisiones de inversión no consiste en enunciar características psicológicas que pueden tener los individuos y aplicarlas directamente a las decisiones de inversión. Estas se producen en un ambiente organizacional, en el que existen procesos, rutinas y mecanismos que pueden atenuar o potenciar las posibles distorsiones de los individuos.

Por esto, los ejemplos de éxitos y de fracasos empresariales que se plantean para aludir a los aspectos psicológicos que influyen en las decisiones de inversión de los directivos deben verse como modos de ilustrar un concepto, y no como postulados de regularidades en la conducta.

En este ensayo se comentan de modo resumido los procesos de los que surgen las decisiones de inversión de la empresa y las características de conducta que los afectan. Para esto se resumen los tres tipos de situaciones en que se ha estudiado el comportamiento de directivos y de inversores financieros: las soluciones de gobernanza para resolver los conflictos de objetivos (teoría de agencia) y las situaciones en que existen limitaciones a la gobernanza en la empresa o al arbitraje en los mercados financieros (finanzas conductuales).

El estudio de los aspectos conductuales en las decisiones de inversión es, entonces, un vínculo entre la técnica de análisis de las inversiones y los procesos organizacionales y de mercado que moldean esas decisiones.

2. Procesos en las decisiones de inversión estratégica

Las decisiones de inversión en la empresa pueden ser categorizadas de muchas formas: por el objeto de inversión, por la magnitud, por la relación con las actividades existentes del negocio, etc. Se ha difundido la denominación de decisiones de inversión estratégica (*strategic investment decision*, SID) para referirse a las inversiones que implican compromisos de recursos en una cantidad y un tiempo que son significativos para la empresa y su desempeño futuro, y que se vinculan estrechamente con sus capacidades y su posición de mercado. En una clasificación dicotómica, las inversiones tácticas (también denominadas operativas) son las que implican

³ Paul King, Is the emphasis of capital budgeting theory misplaced?, *Journal of Business Finance and Accounting*, 1975.

⁴ A partir del planteo de Milton Harris, Charles H. Kriebel y Artur Raviv, Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation, *Management Science*, 1982.

⁵ Meir Statman y David Caldwell, Applying behavioral finance to capital budgeting: Project terminations, *Financial Management*, 1987.

⁶ Arnold C. Cooper, Carolyn Y. Woo y William C. Dunkelberg, Entrepreneurs' perceived chances for success, *Journal of Business Venturing*, 1988; J. Edward Russo y Paul J. H. Schoemaker, Managing overconfidence, *Sloan Management Review*, 1992.

una cantidad relativamente menor de recursos, para continuar las actividades existentes sin demasiados cambios.⁷

Las decisiones de inversión estratégica son las relacionadas con “la inversión de largo plazo en activos (como la compra de inmuebles, tecnología o equipo, las adquisiciones de negocios, los requerimientos de nueva legislación, el desarrollo de productos o mercados) en prosecución de los objetivos estratégicos de la organización”.⁸ Esas decisiones “implican el proceso de identificar, evaluar y seleccionar entre proyectos que probablemente tienen un impacto grande en la ventaja competitiva de la empresa. La decisión influirá en lo que la empresa hace (el conjunto de atributos de producto y servicio que define su oferta), dónde lo hace (las características estructurales que determinan el alcance y la dispersión geográfica de sus operaciones) y cómo lo hace (el conjunto de procesos operativos y prácticas de trabajo que usa).”⁹

Si bien puede señalarse alguna imprecisión en esta caracterización, parece que es suficiente para reflejar el hecho de que estas decisiones se adoptan en un proceso directivo bastante extenso y complejo.¹⁰

El proceso de las decisiones de inversión ha sido descrito con diferente grado de detalle de sus componentes o etapas. Las descripciones estructuralmente son coincidentes, y sus diferencias son en cuanto a la forma de enunciar las etapas: en algunos casos se plantean instancias más amplias, con aperturas, y en otros se considera una secuencia según la información que se incorpora y quiénes intervienen.

En el esquema que se muestra en el cuadro 1 se combinan las principales descripciones que se han planteado de ese proceso.¹¹

⁷ La expresión *inversión estratégica* (o inversión estratégica de capital) se ha originado principalmente en el ámbito europeo; en la literatura estadounidense se engloban todas las inversiones con la expresión *presupuesto de capital* (*capital budgeting*). Esta expresión se mantiene, aunque connota la evaluación y aprobación de inversiones con alguna periodicidad, y esto es algo que hace bastante tiempo no refleja de manera generalizada cómo se encaran esas decisiones en las prácticas de la dirección.

Acerca de esto, puede verse Edward J. Farragher, Robert T. Kleiman y Anandi P. Sahu, *Current capital investment practices*, *The Engineering Economist*, 1999.

⁸ Clive R. Emmanuel, Elaine P. Harris y Samuel Komakech, *Managerial judgement and strategic investment decisions*, *Research executive summaries series CIMA* (The Chartered Institute of Management Accountants), 2008.

Con un sentido similar, un estudio empírico de Alkaraan y Northcott define, para orientar la respuesta del cuestionario: “La expresión inversiones estratégicas se refiere a las inversiones de capital para proteger, aumentar o modificar las capacidades competitivas de la empresa, por ejemplo, con la introducción de líneas de productos principales nuevas, la instalación de nuevos procesos de producción, o con adquisiciones o fusiones. Tales inversiones deben distinguirse de las decisiones rutinarias de reemplazo de activos.” Fadi Alkaraan y Deryl Northcott, *Strategic capital investment decision-making: A role for emergent analysis tools? A study of practice in large UK manufacturing companies*, *The British Accounting Review*, 2006.

⁹ Ralph W. Adler, *Strategic investment decision appraisal techniques: The old and the new*, *Business Horizons*, 2000.

¹⁰ Nutt y Wilson señalan: “Las decisiones estratégicas son vistas como grandes, costosas y que determinan precedentes, producen ambigüedad acerca de cómo encontrar una solución e incertidumbre acerca de los resultados de la solución. Una vez implementada, una decisión estratégica establece premisas que guían a las decisiones operacionales que siguen. Una decisión estratégica con frecuencia es difícil de revertir una vez que, por tal decisión, los recursos humanos y financieros se han comprometido.” Paul C. Nutt y David C. Wilson, *Crucial trends and issues in strategic decision making*, en Paul C. Nutt y David C. Wilson (Ed), *Handbook of Decision Making*, 2010

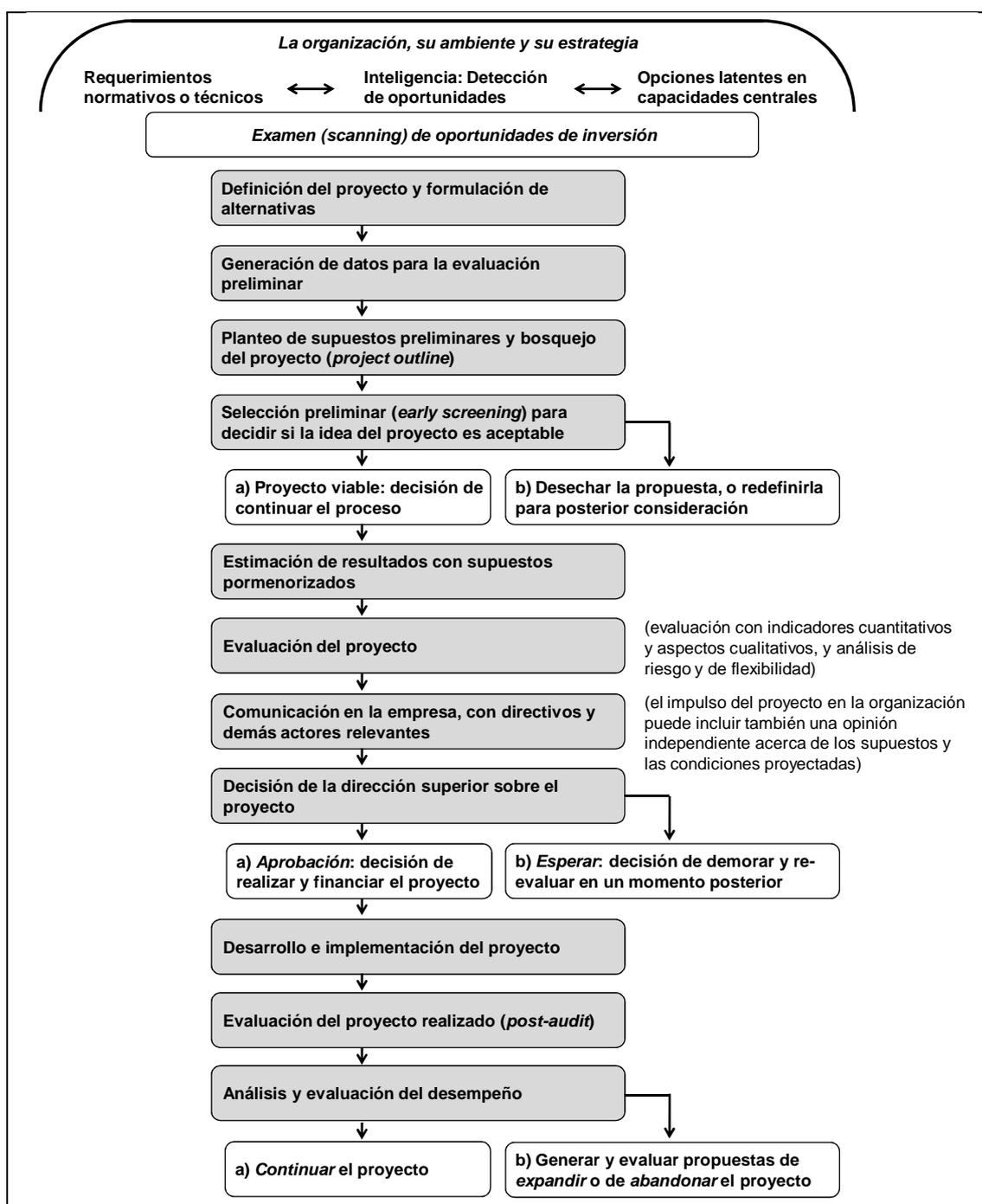
¹¹ Puede verse: Elaine P. Harris, *Project risk assessment: A European field study*, *British Accounting Review*, 1999
Don Dayananda, Richard Irons, Steve Harrison, John Herbohn y Patrick Rowland, *Capital Budgeting: Financial Appraisal of Investment Projects*, 2002.

Samuel Komakech, *The Nature of Managerial Involvement in Strategic Investment Decisions*, Tesis de maestría De Montfort University, 2009.

Paul King, *Is the emphasis of capital budgeting theory misplaced?*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 1975.

Uwe Götze, Deryl Northcott y Peter Schuster, *Investment Appraisal: Methods and Models*, 2008.

Cuadro 1. Proceso de las decisiones de inversión estratégica



El proceso así esquematizado se refiere a las características de las actividades y las decisiones en el avance desde la detección y la idea a la concreción. El grado de explicitación y formalización de estas etapas, y la documentación que se emplea, variarán según la organización de la empresa, su tamaño, las características de la dirección y el sector de negocios.

Komakech, en un estudio de las decisiones de inversión estratégica,¹² observa que, de modo esperable, el proceso parece ser más burocrático en las empresas más grandes, bien documenta-

¹² Samuel Komakech, *The Nature of Managerial Involvement in Strategic Investment Decisions*, Tesis de maestría De Montfort University, 2009

do y con equipos formalmente constituidos; y en las empresas de menor tamaño es más simple e informal, con poca documentación y sin una formalización de equipos. Esto se relaciona también con la cantidad de niveles y de participantes que hay entre quienes plantean e impulsan la propuesta de inversión y la dirección superior que realiza la aprobación.

El proceso no es lineal, sino que hay bucles con los que se ajusta la definición del proyecto y las estimaciones, y se realiza la formación de consenso y la negociación de intereses.¹³ Estos lazos son específicos de cada situación, y no se muestran en el esquema.

Las características de los lazos dependen del tipo de inversión y del alcance que la inversión tiene en la organización. La forma en que se avanza en el proceso de la decisión es consecuencia de esos dos aspectos, que en la terminología Hickson et al¹⁴ se pueden denominar la *complejidad* de la inversión y la *politicidad* (*politicality*) de la organización (la incertidumbre acerca de la inversión y los intereses involucrados que deben negociarse). “Llegar a una decisión en una organización requiere lidiar con esas complejidades y politicidades”¹⁵, que afectan el ritmo de avance y de incorporación de información.¹⁶

Thompson y Tuden¹⁷ señalaron que hay cuatro tipos fundamentales de decisión:

- 1) de cálculo (*computational*, la decisión surge de los cálculos que pueden hacerse)
- 2) de juicio (*judgmental*, la decisión finalmente surge de considerar factores que no son fácilmente cuantificables)
- 3) de negociación (*bargaining*, la decisión se realiza ponderando las perspectivas de las partes que intervienen, mediante un compromiso)
- 4) de inspiración (cuando hay un punto muerto, *impasse*, y nadie sabe qué hacer: la situación se resuelve por un hecho fortuito, o porque alguien se hace cargo y decide).

Las instancias del proceso de inversión estratégica suelen presentar decisiones de los tres primeros tipos, y en algunos casos requiere una decisión del cuarto tipo.

En el primer estudio empírico del proceso de inversión estratégica, en 1970, Joseph Bower señalaba que el impulso del proyecto en la organización (la etapa de comunicación en la empresa en el cuadro 1) depende del directivo a cargo de la empresa o división. “Un directivo apoya un proyecto cuando cree que será de su interés hacerlo en vez de no hacerlo, dada su comprensión de las *reglas del juego*.” “El gerente general evaluará la propuesta tanto por la calidad de

¹³ Aunque la formalización del proceso sea mayor, existirá una “dinámica en la sombra”, fuera de los procedimientos, que se basa en lealtades internas y reuniones informales. Además, la búsqueda de consenso involucra consultas e interacciones del encargado del proyecto, para evaluar (y también dar forma) a las perspectivas de otros directivos.

¹⁴ David J. Hickson, Richard J. Butler, David Cray, Geoffrey R. Mallory, David C. Wilson, *Top Decisions: Strategic Decision-Making in Organizations*, 1986. Un resumen puede verse en *Organización y decisión: Los procesos de decisión estratégica y su explicación*, de los mismos autores, en *Ciencia y Sociedad*, 1991.

¹⁵ Richard Butler, Les Davies, Richard Pike y John Sharp, Strategic investment decision-making: Complexities, politics and processes, *Journal of Management Studies*, 1991.

¹⁶ En sus estudios de la velocidad de las decisiones estratégicas en “ambientes de alta velocidad” por la tecnología y la competencia, Eisenhardt y Bourgeois observan que los factores políticos de la organización parecen hacer más lentas las decisiones, pero no detectan una relación entre la forma tradicional de reducir la intensidad de esos factores (la centralización del poder) y la velocidad de las decisiones estratégicas.

Puede verse Kathleen M. Eisenhardt y L.J. Bourgeois, Politics of strategic decision making in high-velocity environments: Toward a midrange theory, *Academy of Management Journal*, 1988; Kathleen M. Eisenhardt, Making fast strategic decisions in high-velocity environments, *Academy of Management Journal*, 1989.

Un estudio posterior con una mayor diversidad de empresas de alta tecnología muestra también ese aspecto: Kevin Clark y Christopher J. Collins, *Strategic decision-making in high velocity environments: A theory revisited and a test*, Cornell University Cornell University, ILR School Digital Commons.

¹⁷ James D. Thompson y Arthur Tuden, Strategic structures and processes of organizational decision, en James D. Thompson, Peter B. Hammond, Robert W. Hawkes, Buford H. Junker y Arthur Tuden (Ed), *Comparative Studies in Administration*, 1959.

las estimaciones y la factibilidad técnica, como por los costos y beneficios de realizar una decisión correcta. Esta última evaluación está influida por la definición de su trabajo, la forma en que se mide el desempeño del negocio a su cargo, la información disponible para realizar su trabajo y el modo en que su propio desempeño es medido y recompensado.”¹⁸ Estos (y otros) aspectos de conducta han sido estudiados extensamente en el desarrollo de la teoría de agencia.

Al comentar los procesos de decisión de inversiones en las empresas que analiza en el estudio citado, Komakech señala: “El proceso de búsqueda de consenso suele involucrar, por parte del promotor, consultas amplias y una cantidad importante de interacción informal, para evaluar y dar forma a las perspectivas de otros directivos; de este modo, el juicio de la dirección en el proceso de decisión se mejora, o incluso se hace posible.”

En resumen, el camino de la decisión de inversión es un aprendizaje tanto acerca de la propia inversión como acerca de los modos de alcanzar los objetivos (con las dimensiones complejidad y politicidad que se mencionaron). La profundidad de este aprendizaje y su efecto en las decisiones de inversión posteriores depende de los incentivos y de la internalización de las rutinas de búsqueda y de selección ¹⁹ que existen en la organización.

3. Conducta en las decisiones de inversión

El proceso de las decisiones de inversión estratégica puede evocar una imagen lineal que va de la identificación de las posibles inversiones al análisis, la selección y la implementación. Sin embargo, como se mencionó, ese recorrido es en realidad una suma de procesos que dependen de factores personales, organizacionales y contextuales: estos procesos son los aspectos de conducta en las decisiones de inversión.

¿Cómo se consideran los objetivos? ¿Cuál es la perspectiva con que se evalúan los resultados y los riesgos de la inversión? ¿De qué elementos depende la continuación o el abandono de un proyecto, o de una inversión ya completada?

Esos aspectos de conducta influyen en dos características que son importantes desde el punto de vista del valor de la empresa. Por una parte, pueden producir una *sobreinversión* o una *subinversión* de recursos; por la otra, pueden afectar el tipo de proyectos de inversión que se encaran.

Consideremos una situación ideal que, aunque inalcanzable, puede plantearse como contras-tación para las decisiones de inversión. En esa situación, el criterio de valor de la empresa para las decisiones de inversión implica que se detectan las oportunidades que más contribuyen a la capacidad de ganancia de largo plazo, y que sólo se realizan las inversiones que, con la información relevante, aumentan (o al menos mantienen) el valor de la empresa.

Al decir *toda la información relevante* se enfatiza que el impacto de la inversión en el valor no es, necesariamente, el que se determina y comunica para la decisión, sino el que se podría calcular sin distorsiones en los mercados financieros o en los procesos de decisión de la organización.²⁰ Y al enfocar la *detección de oportunidades* se plantea que el tipo de inversiones que se considera se relaciona con las perspectivas de largo plazo de la empresa, atendiendo a todas sus capacidades competitivas.

¹⁸ Joseph L. Bower, *Managing the Resource Allocation Process*, 1970.

¹⁹ En el sentido que tienen en el modelo de decisiones no estructuradas que se explica en Henry Mintzberg, Duru Raisinghani y André Théorêt, The structure of “unstructured” decision processes, *Administrative Science Quarterly*, 1976

²⁰ En el análisis del tema se considera que la distribución a priori del flujo de fondos es de conocimiento generalizado y que el valor potencial del proyecto que considera el directivo es resultado de su habilidad para obtener información adicional (una “señal privada”) sobre el mismo que no es observable por otros (señal que puede no ser correcta). Puede verse Simon Gervais, J. B. Heaton y Terrance Odean, Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting, *Journal of Finance*, 2011.

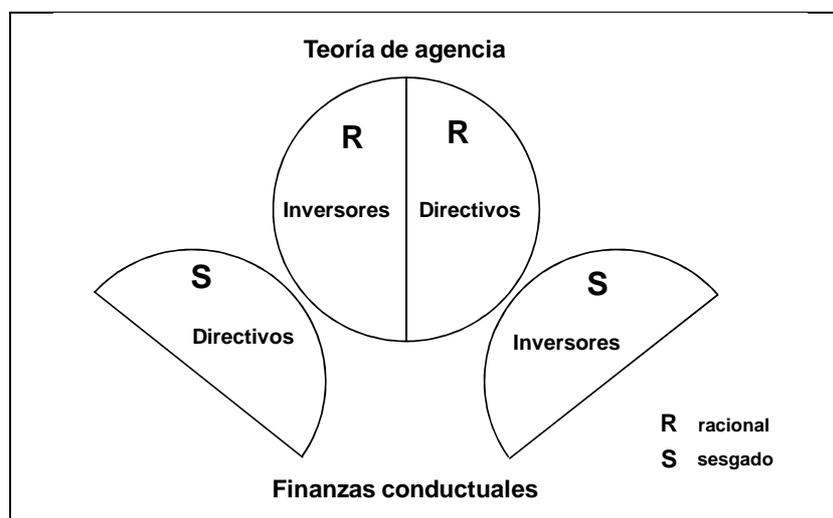
Entonces, existe *sobreinversión* cuando se destinan recursos a proyectos que no deberían hacerse con esa perspectiva de valor; es decir, se realizan proyectos que disminuyen el valor de largo plazo de la empresa.

Y no se maximiza el valor cuando se decide no realizar proyectos, entre los analizados, que sí deberían hacerse: es una situación de *subinversión*. O cuando no se consideran proyectos por razones distintas a la conveniencia competitiva de la empresa; por ejemplo, porque no encuadran en las preferencias, la conveniencia o las capacidades de los directivos que toman la decisión.

Se pueden tipificar tres grupos de circunstancias susceptibles de producir desviaciones con respecto a la situación ideal (cuadro 2):

- 1) Los decisores son racionales y existen diferencias de objetivos y de información.
- 2) Los directivos son racionales y los precios en el mercado financiero están afectados por inversores irracionales (o sesgados).
- 3) Los precios en el mercado financiero reflejan los factores fundamentales y los directivos tienen sesgos que afectan sus decisiones.

Cuadro 2. Conducta de inversores y directivos



El primer grupo de situaciones (*todos los actores son racionales*) es tratado en la teoría de agencia y temas vinculados.

El segundo grupo (*directivos racionales frente a mercados financieros ineficientes*) ha sido tratado en el estudio de los mercados financieros imperfectos.

Las finanzas conductuales (*behavioral finance*) se despliegan inicialmente considerando los efectos de los aspectos psicológicos de los inversores en los precios de los títulos y sus oscilaciones.²¹ Actualmente, se considera que ese ámbito de estudio abarca el análisis de las causas y

²¹ DeBondt y Thaler, en su presentación del enfoque conductual, en comparación con lo que se denomina teoría financiera moderna (o teoría financiera neoclásica), señalan: “Los problemas con la teoría financiera moderna aparecen por su presunto propósito dual: caracterizar la elección óptima y describir la elección real. La validez de la teoría para el primer propósito no está en cuestión. Sin embargo, puesto que se supone que las personas realmente optimizan (o se comportan como si lo hicieran), también se considera que las teorías son buenos modelos descriptivos. Por supuesto, si las personas fallan al optimizar, este no es el caso. La solución es retener el estatus normativo de la optimización (es decir, enseñar a los estudiantes a maximizar la utilidad esperada y a usar la regla de Bayes) pero desarrollar explícitamente modelos descriptivos de la conducta en los mercados y las organizaciones. Este esfuerzo es lo que denominamos finanzas conductuales.” Werner F.M. DeBondt y Richard H. Thaler, Financial

las manifestaciones de estos aspectos psicológicos en los mercados financieros, y las formas en que esta ineficiencia de los mercados financieros influye en las decisiones de inversión y financiamiento de la empresa (*corporate behavioral finance*).

El tercer grupo (*mercados racionales y directivos con sesgos en las decisiones*) es el otro abordaje que realizan las finanzas conductuales de la empresa a las formas que adopta la inversión y el financiamiento.

Los tres tipos de situaciones resultan del modo en que se realizan los estudios y se formulan los modelos. En los hechos las condiciones son mixtas, con mayor o menor influencia de un tipo de factores; los modelos, entonces, procuran analizar las condiciones en que predominarían unos u otros.

Resumen: Incentivos y sesgos. Hersh Shefrin señala que tanto los aspectos conductuales como los de agencia son centrales en las finanzas de empresas, y que es fundamental diferenciarlos para que los conductuales no se vean como si fueran de agencia.²²

De hecho, la dimensión conductual de los fenómenos de agencia es muy importante para comprender las interacciones entre actores (principal y agente) que no son completamente racionales. También permite analizar el efecto que tiene la confianza en una situación de contratos incompletos.²³

En los tipos de situaciones que consideran los estudios de finanzas conductuales, las consecuencias en términos de medidas recomendables son opuestas según se considere que los inversores valúan racionalmente a la empresa y los directivos están sesgados, o a la inversa.

Baker y Wurgler señalan: “Si la principal fuente de irracionalidad se manifiesta por los sesgos directivos, la eficiencia requiere reducir la discrecionalidad y obligar a los directivos a responder a las señales de los precios de mercado (como plantean los modelos estándar de costos de agencia y de información asimétrica).” Sin embargo, esto tiene el problema de la efectividad de los mecanismos de gobernanza cuando la perspectiva de los directivos está distorsionada.

Por el contrario, “cuando la fuente primaria de irracionalidad proviene de los inversores, la maximización del valor de largo plazo y la eficiencia económica requiere aislar a los directivos de las presiones del precio de la acción en el corto plazo. Los directivos necesitan la flexibilidad suficiente para tomar decisiones que pueden ser mal recibidas en el mercado. Esto puede implicar que se consideren benéficos muchos mecanismos que han sido criticados con la perspectiva de agencia, tales como la competencia interna por capital (*internal capital markets*) y las limitaciones para las tomas de control (*takeovers*).” Esto no significa que se considere conveniente desactivar los otros mecanismos que se han planteado para limitar los efectos de agencia, que se superponen a las perspectivas distorsionadas de los directivos.

Como las situaciones reales se ubican en el continuo entre esos dos extremos (de gobernanza limitada y de arbitraje limitado) hay bastante dificultad para discernir qué particular mezcla de perspectivas sesgadas, información asimétrica y efectos de agencia es la relevante para el caso que se considera. Además, la inercia contractual e institucional introduce bastante rezago en la adecuación cuando cambian esas condiciones.

decision-making in markets and firms: A behavioral perspective, en Robert A. Jarrow, Vojislav Maksimovic y William T. Ziemba (Ed), *Handbooks in Operations Research & Management Science*, vol 9, Finance, 1995.

²² Hersh Shefrin, *Behavioral Corporate Finance*, 2005; Hersh Shefrin, *Behavioralizing Finance*, 2010.

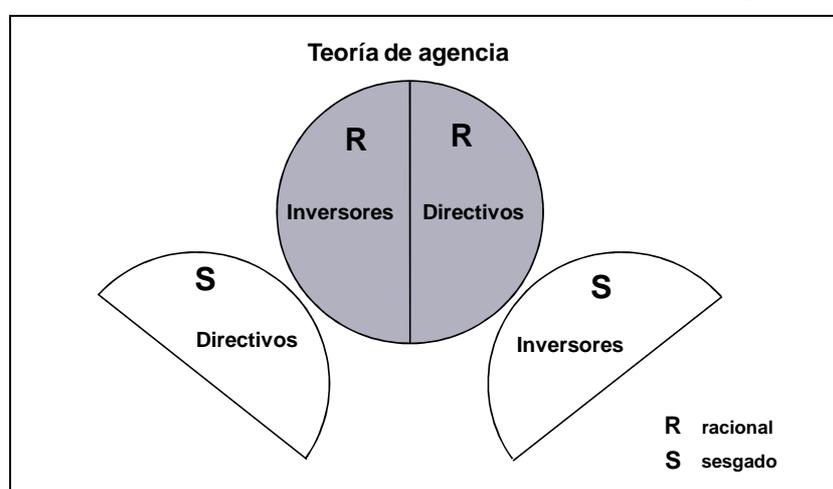
²³ Un estudio reciente muestra que los contratos de incentivos que incluyen penalidades, y no sólo bonificaciones por desempeño (contratos que en la práctica se denominan *bonus-malus*), parecen transmitir al agente una señal de desconfianza. Este elemento psicológico de la relación afecta negativamente el desempeño y, entonces, esa modalidad de incentivo se aleja del objetivo de mejorar el desempeño desde la perspectiva del principal. Margaret H. Christ, Karen L. Sedatole y Kristy L. Towry, Framing sticks as carrots: An experimental investigation of contract frame and effort in agency relationships, *The Accounting Review*, 2012.

4. Directivos e inversores racionales y efectos de agencia

Las situaciones de agencia son aquellas en que quienes deciden las inversiones no tienen la propiedad completa de los recursos. Los efectos de agencia se producen por las diferencias en las preferencias y en la información entre los propietarios de la empresa y los directivos que administran los recursos, con las condiciones contextuales e institucionales en las que se desarrolla la actividad de los directivos.²⁴ El problema de agencia es encontrar un modo de alinear la conducta del agente cuando hay una discrepancia de intereses entre los propietarios de la empresa y los directivos.

Se considera que el valor de la empresa refleja adecuadamente las consecuencias de las decisiones (los inversores son racionales y los precios de los títulos se basan en los factores fundamentales) y que los directivos actúan racionalmente. En el cuadro 3 se muestra el esquema de la situación.

Cuadro 3. Conducta de inversores y directivos: Teoría de agencia



La teoría de agencia considera el supuesto de que los directivos procuran evitar los riesgos que pueden afectarlos y buscan reducir su esfuerzo y maximizar su compensación. También se analizan como costos de agencia otras características de la conducta de los directivos.²⁵ En el

²⁴ La literatura de agencia tiene dos vertientes, que se pueden denominar *principal-agente* y *teoría positiva de agencia*. Michael C. Jensen (Organization theory and methodology, *The Accounting Review*, 1983) plantea inicialmente la distinción señalando que la teoría de principal-agente se concentra en formular modelos matemáticos de tres factores entre las partes: la estructura de preferencias de las partes, la naturaleza de la incertidumbre y la estructura informacional del ambiente. Con esto se derivan soluciones de contratación óptimas, considerando que existen (o no) costos de información.

La teoría positiva de agencia (en la terminología de Jensen) formula modelos (principalmente no matemáticos) de los efectos de otros aspectos de la contratación y de las tecnologías de seguimiento (*monitoring*) y de restricción (*bonding*), para determinar la forma de contratos y de organización más adecuada. Se considera la interacción de los costos de seguimiento y restricción según factores del ambiente tales como la intensidad de capital, el grado de especialización de los activos, los costos de información, las características de los mercados de capital, los mercados de trabajo.

Una sistematización de los modelos de finanzas de empresas con los desarrollos de la teoría de agencia en cada aspecto puede verse en Jean Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, 2006.

²⁵ Un resumen de los efectos de las situaciones de agencia y de información asimétrica en la inversión total de la empresa y en la asignación de fondos a proyectos de inversión puede verse en Jeremy C. Stein, *Agency, informa-*

cuadro 4 se presentan los temas de agencia que pueden afectar la magnitud y el tipo de inversiones que se realizan.

Cuadro 4 Efectos de agencia e inversiones en la empresa

Conducta	Efecto en la inversión
Evitar riesgos que afecten la posición personal del decisor	Se realizan inversiones en activos menos arriesgados (y potencialmente menos rentables) Se usa una perspectiva de decisión considerando el efecto de corto plazo en el valor de mercado
Reducir el esfuerzo en el trabajo y formar holguras	Las inversiones son mayores en tamaño, lo que disminuye la rentabilidad Los directivos tienden a detectar las oportunidades más rentables para aumentar las holguras que controlan
Maximizar la compensación	Se realizan las inversiones que tienen el mayor efecto inmediato en la compensación Se consideran las inversiones que son compatibles con las capacidades de los directivos (<i>atrincheramiento directivo</i>) (*)
Buscar beneficios de imperio (*)	La búsqueda de beneficios privados reduce la eficiencia de la inversión de la empresa: los proyectos se consideran con criterios distintos a la rentabilidad, y esto tiene un efecto negativo en el valor
Desviaciones y otras maniobras (*)	Reducen la rentabilidad por desvío de ingresos o de activos, o por mayores costos

(*) Ver el apartado de comentarios acerca de estos temas

Comentarios de algunos temas de agencia. En el cuadro 4 se incluyen tres aspectos de las relaciones de agencia que es oportuno aclarar: el atrincheramiento directivo, los beneficios privados y la desviación de recursos.

a) *Atrincheramiento directivo.* Shleifer y Vishny denominan *atrincheramiento directivo* (*management entrenchment*) a las inversiones directivo-específicas.²⁶ Consiste en decisiones acerca de inversiones de la empresa cuyo valor es mayor manejadas por el directivo actual que por la mejor persona alternativa. Por esto, reemplazar al directivo puede ser más costoso, y él puede obtener una compensación más alta (como mayor retribución o tener más atribuciones discretionales).

“En nuestro modelo, el crecimiento excesivo de la empresa en una dirección sugerida por el talento y la experiencia del CEO es un medio de atrincheramiento”: “aumenta la diferencia en ganancia bajo la dirección del actual CEO y bajo la dirección de su potencial reemplazo. Mientras mayor sea la brecha absoluta en ganancias, mayor es la libertad que el directivo puede demandar.”

tion and corporate investment, en George M. Constantinides, Milton Harris y Rene M. Stulz (Ed), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003.

²⁶ Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, Management entrenchment: The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, 1989

Se ha analizado una variante del atrincheramiento, relacionada con las inversiones que se consideran en el ámbito de la responsabilidad social empresaria, según los mecanismos de gobernanza predominantes.²⁷

b) Beneficios privados. Los denominados *beneficios de imperio (empire benefits)* son los beneficios no pecuniarios relacionados con manejar más recursos. Se pueden observar al nivel de la empresa entera o de las divisiones.

Quien decide las inversiones con este enfoque atenderá a los proyectos que más beneficios privados proporcionan, en vez de ganancias para la empresa. Por tanto, el rendimiento de la inversión puede ser menor. Además, los beneficios privados (como mayor compensación, gastos discrecionales, etc.) son costos, y por eso el valor de la empresa se ve doblemente afectado.

Baldenius plantea un modelo en el que este efecto se atenúa mediante un sistema de tasa de corte mayor que el rendimiento requerido de los recursos que se invierten y un esquema de compensación que se base en la ganancia neta del costo imputado de los recursos que se usan (una forma de ganancia residual).²⁸

Aggarwal y Samwick analizan conjuntamente los beneficios privados (por conductas de imperio y de atrincheramiento) y los costos privados de los directivos vinculados con las inversiones. Con un esquema de incentivos basado en desempeño, observan que parece predominar la subinversión más que la sobreinversión.²⁹

c) Desviaciones. Las desviaciones son acciones ilegales por las que un directivo obtiene recursos que son de la empresa, tales como realizar transacciones relacionadas con el directivo (*self-dealing*),³⁰ usar activos de la empresa, extraer recursos de la empresa (*tunneling*)³¹ o realizar transacciones con información privada.

Estas actividades tienen un costo para quien las realiza, sea por lo que debe hacer para ocultarlas, sea por la posibilidad de ser descubierto en el delito. Tanto las desviaciones como los beneficios privados tienen como característica común que son detracciones de la propiedad de la empresa. Pero la diferencia es que las desviaciones son ilegales y los beneficios privados no, ya que las decisiones que los generan pueden ser camufladas como tomadas en interés de la empresa; además, los directivos están protegidos contra la persecución penal por tomar decisiones equivocadas.³²

Mecanismos de gobernanza relacionados con las decisiones de inversión. Los modelos de efectos de agencia buscan balancear los beneficios y los costos que resultan del conocimiento y la capacidad de los directivos, y de su perfil de riesgo y los otros aspectos mencionados. De este modo, se evalúan los mecanismos de gobernanza que minimizan el efecto neto negativo en el valor.³³

²⁷ Puede verse un panorama y un estudio empírico en Jordi Surroca y Josep A. Tribó, Managerial entrenchment and corporate social performance, *Journal of Business Finance & Accounting*, 2008.

²⁸ Tim Baldenius, Delegated investment decisions and private benefits of control, *The Accounting Review*, 2003.

²⁹ Rajesh K. Aggarwal y Andrew A. Samwick, Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance and managerial incentives, *Journal of Corporate Finance*, 2006 (El estudio original se realizó en 1999)

³⁰ Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes y Andrei Shleifer, The law and economics of self-dealing, *Journal of Financial Economics*, 2008.

³¹ Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes y Andrei Shleifer, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2000.

³² Puede verse un análisis en Kaipichit Ruengsrichaiya, Stealing and empire building decisions in investment and asset prices, *Working paper*, 2011.

³³ El primer análisis de los problemas de agencia en la asignación de recursos a proyectos fue planteado por Harris, Kriebel y Raviv considerando una situación de inversión en las divisiones de una empresa. En el modelo consideran

El nivel de los costos de agencia depende de la capacidad del principal para encontrar una solución apropiada que reduzca las asimetrías de información mediante el uso de medidas de desempeño, incentivos para la conducta de los agentes y reglas para limitar las conductas no deseadas.³⁴

Los elementos de gobernanza que más se consideran en esos modelos son las diversas formas de compensación relacionadas con el desempeño,³⁵ el racionamiento interno de fondos, el uso de tasas de corte (*hurdle rates*) mayores que la tasa de rendimiento requerido,³⁶ la implementación de sistemas de información para control superior y de procesos de decisión con instancias intermedias de evaluación.³⁷

Un elemento que destaca la teoría de agencia es el rol del directorio en el sistema de gobernanza, de modo que la asignación de recursos y la administración de riesgos sean efectivas. Las características de este sistema dependen de los costos y de la proclividad de los directivos a seguir conductas oportunistas.

Si bien no existe un óptimo determinable de modo teórico para la composición del directorio y las formas de gobernanza, los estudios se enfocan a determinar las características que pueden tener un efecto positivo en la reducción de los costos de agencia.

Finalmente, hay que tener en cuenta que la mayor cantidad de modelos de agencia (específicamente, los estudios formales que se encuadran como de relación principal-agente) tienen un alcance relativamente limitado: se refieren a un período y a una o más decisiones al mismo tiempo. Para considerar varios períodos en forma secuencial es necesario incluir la llegada de información entre decisiones, y los mecanismos de búsqueda de información y de aprendizaje y de asignación de recursos entre períodos. Esto complica bastante el tratamiento formal de los problemas.³⁸

Una precaución. La teoría de agencia, en su manifestación formal, estudia los mecanismos para minimizar los costos de agencia en cada situación. Esto puede producir un efecto no deseado en los comportamientos, si ese enfoque transmite la imagen de que todas las consecuencias de las conductas oportunistas de los agentes ya están consideradas en los contratos, el diseño de los

directivos que se guían por la compensación que reciben y el esfuerzo que deben realizar, y que tienen información privada acerca de la rentabilidad de los proyectos. Para evitar el uso excesivo de recursos, Harris *et al* determinan que lo mejor para los propietarios es aplicar un esquema de costo de transferencia de recursos a cada directivo (o división), y compensarlos por el neto de este costo. En estudios posteriores basados en este modelo también se consideran los efectos del racionamiento interno de fondos. Milton Harris, Charles H. Kriebel y Artur Raviv, *Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation*, *Management Science*, 1982.

³⁴ Michael Jensen señala: “La proposición central de la teoría de agencia es que los individuos racionales y guiados por su interés siempre tienen incentivos para reducir o controlar los conflictos de interés, a fin de disminuir las pérdidas que producen esos conflictos. Pueden así compartir las ganancias. Más aún, la teoría proporciona una estructura general para señalar el camino de una gran variedad de clases de solución de estos problemas.” Michael C. Jensen, *Self-interest, altruism, incentives and agency theory*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994.

³⁵ En muchos modelos se considera, como base de compensación a los directivos, alguna forma de ganancia residual (ganancia operativa menos el costo de los recursos que se invierten). Esto genera el problema de la medición, ya que las cifras de ganancia suelen ser manipulables; además, el efecto que tiene esa compensación en la conducta de los directivos y en las inversiones es sensible a la forma que se adopta para la depreciación de los bienes.

³⁶ Es frecuente que se considere en los modelos, como formas de atenuar los efectos de agencia, el racionamiento interno y el uso de tasas de corte más altas. Ambos previenen el uso excesivo de recursos, pero suelen producir situaciones con algún grado de subinversión.

³⁷ Por ejemplo, se plantean las características de un sistema de información que pueda balancear los costos y los beneficios de las holguras que procuran formar los directivos. Puede verse Anil Arya, John Fellingham, Jonathan Glover y K. Sivaramakrishnan, *Capital budgeting, the hold-up problem, and information system design*, *Management Science*, 2000.

³⁸ Pueden verse comentarios en Richard A. Lambert, *Contracting theory and accounting*, *Journal of Accounting and Economics*, 2001.

procedimientos o los otros mecanismos.³⁹ A partir de esa imagen, un agente puede interpretar que todos los efectos no deseados de su conducta están contemplados (en la organización o en su retribución), y que si no realiza conductas como las mencionadas no obtiene los beneficios por los cuales (de algún modo) ya ha “pagado”. Esta perspectiva de ilusión de una completa eficiencia de la gobernanza y los contratos puede ser una base muy potente para que los individuos racionalicen las conductas poco éticas.

Además, la teoría tiene un matiz que Joseph Heath denomina criptonormativismo: “Sin importar cuánto insistan los teóricos de agencia en que desarrollan una teoría positiva de la empresa, que no implica juicios de valor, el hecho es que el enfoque básico se funda en una teoría normativa de la racionalidad práctica, enfoque que considera algunas formas de acción como racionales y otras como irracionales. El hecho de que la moralidad (o la cooperación) se considere en esos modelos como irracional, y que el oportunismo (o la deslealtad) se considere como racional, puede llevar fácilmente a las mentes más influenciadas a la conclusión de que deberían aprender a ignorar las restricciones morales.”⁴⁰

Una consecuencia perniciosa de esto puede ser que, para actuar más “racionalmente”, los individuos busquen comportarse lo más oportunamente que puedan. Otra consecuencia podría ser que los individuos comiencen a esperar altos grados de conducta oportunista de los demás y que, por esto, se comporten de un modo que ellos calificarían como reprochable en otras circunstancias, pero que les parece necesario para protegerse de esas conductas anticipadas de los otros.

5. Directivos racionales y mercados financieros con arbitraje limitado

Al considerar las decisiones de inversión de la empresa, las finanzas conductuales enfocan dos situaciones, si se quiere, extremas. Uno de los extremos plantea que los actores en el mercado financiero mantienen perspectivas distorsionadas, y frente a ellos hay directivos racionales (cuadro 5).⁴¹

Los modelos que consideran imperfecciones en los mercados financieros procuran analizar los efectos que se originan en la estructura de los mercados financieros (las instituciones que enmarcan las transacciones, como los propios mercados y la regulación del sistema) y en los sesgos de conducta de los inversores.

Si los inversores tienen percepciones erróneas acerca de las empresas se afecta la valoración de los títulos. En tal caso, existe sobre o subvaloración (*mispicing*): los precios se alejan del valor según los fundamentos de los negocios de la empresa.

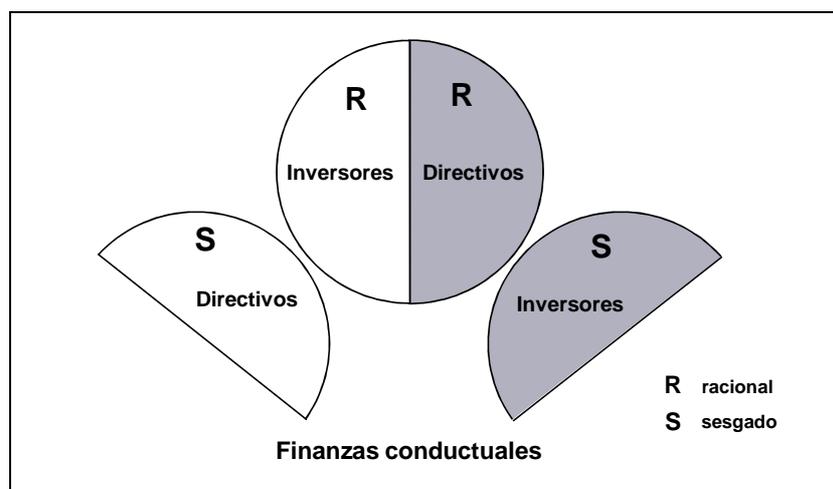
³⁹ La teoría de agencia considera que los individuos se comportan de modo oportunista, dentro del conjunto de restricciones de la situación; la teoría procura determinar las restricciones que acotan ese comportamiento. Conducta oportunista significa que la acción presente se optimiza considerando que en cada momento futuro se ajustará la conducta según lo que se vea como óptimo en ese momento (es decir, en esos momentos el individuo *re-optimizará*). *Oportunismo*, entonces, es un término que describe con un matiz moralizante lo que en la teoría de juegos estratégicos se denomina *racionalidad secuencial*, o condición de re-optimización.

⁴⁰ Joseph Heath, The uses and abuses of agency theory, *Business Ethics Quarterly*, 2009.

⁴¹ La consideración de los dos grupos extremos de situaciones es la forma que usan Baker y Wurgler para ordenar la revisión de los temas conductuales de finanzas de empresas. Malcolm Baker y Jeffrey Wurgler, Behavioral corporate finance: An updated survey, en George M. Constantinides, Milton Harris y Rene M. Stulz (Ed), *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, 2012.

Es interesante observar que en la revisión del tema publicada en 2006 ambos extremos se denominan “el enfoque de los inversores irracionales” y “el enfoque de los directivos irracionales”, mientras que en la versión ampliada de 2012 se denominan “*market timing* y *catering*” y “sesgos directivos”. Malcolm Baker, Richard S. Ruback y Jeffrey Wurgler, Behavioral corporate finance: A survey, B. Espen Eckbo (Ed), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2006

**Cuadro 5. Conducta de inversores y directivos:
Finanzas conductuales – Arbitraje limitado**



Algunos resumen esto diciendo que hay inversores que se comportan de un modo poco racional. Para que los precios se alejen del valor fundamental debe existir, por una parte, inversores con percepciones distorsionadas y, por la otra, características de la situación de los mercados financieros que limitan, de alguna forma, el arbitraje entre títulos. Si no existieran limitaciones al arbitraje, los inversores con una perspectiva no distorsionada actuarían, y se reduciría el efecto de los inversores que están sesgados.

El arbitraje puede estar limitado por aspectos estructurales, como el tipo y la forma de las transacciones que pueden realizarse, y la evolución y la organización de los inversores institucionales. Y también por consideraciones de riesgo de las transacciones: a diferencia de la definición estándar de arbitraje, la mayoría de las operaciones de arbitraje requieren capital e involucran riesgo.⁴²

Esto, como señalan Shleifer y Vishny, es “particularmente importante cuando los arbitradores administran dinero de otras personas”, ya que en ese caso hay “una separación de los cerebros y del capital”.⁴³ Esta característica de agencia influye en la decisión, según sea la evaluación del desempeño y la compensación de quien está en condiciones de actuar como arbitrador.⁴⁴ Es uno de los aspectos que determina el desarrollo de estrategias de inversión, el grado de imitación o réplica, y la manifestación de expectativas homogéneas pero distorsionadas.

Si los directivos perciben que los precios reflejan, o pueden reflejar, una perspectiva errónea de la empresa (los precios se alejan del valor fundamental de la empresa), en función de esto toman las decisiones de inversión y financiamiento.

Los efectos en las decisiones que resultan de esta perspectiva se pueden resumir considerando:

⁴² Puede verse una revisión de los estudios relacionados con limitaciones del arbitraje en Nicholas Barberis y Richard Thaler, A survey of behavioral finance, en George M. Constantinides, Milton Harris y Rene M. Stulz (Ed), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003.

⁴³ Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, The limits of arbitrage, *Journal of Finance*, 1997.

⁴⁴ Esto incluye las situaciones en que los inversores que advierten las distorsiones en los precios tienen incentivos para unirse en ese movimiento en vez de ir en contra de él. La situación es analizada inicialmente en J. Bradford de Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers y Robert J. Waldmann, Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation, *Journal of Finance*, 1990; J. Bradford de Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers y Robert J. Waldmann, The survival of noise traders in financial markets, *Journal of Business*, 1991.

1. los directivos atienden (*cater*) los aspectos que ven que los inversores valoran (esto se manifiesta tanto en las políticas de inversión como de financiamiento), y
2. los directivos ajustan las políticas de la empresa en función de la situación de los mercados financieros (*market timing*), lo que se manifiesta principalmente en la política de financiamiento.

Si existe, o puede suscitarse, una percepción distorsionada en el mercado por la que el precio se aleja del valor fundamental, los directivos que buscan maximizar el precio de la acción procurarán identificar el tipo de aspectos que es susceptible de aumentar el precio (o sea, que distorsionan la percepción de los inversores).

El objetivo que apunta al precio de la acción, entonces, consiste en “atender (*cater*) las demandas de corto plazo de los inversores por medio de proyectos específicos de inversión, o bien presentando a la empresa y sus títulos de un modo que maximice el atractivo para los inversores”.

Esas medidas pueden incluir la inversión en un tipo de tecnología, formar una estructura de tipo conglomerado o enfocada a un segmento, cambiar el nombre de la empresa, realizar adecuaciones de la ganancia (*earnings management*), cambiar la política de dividendos, dividir las acciones, etc. Estos determinantes de la sobre o subvaloración pueden cambiar en el tiempo.

Considerando el efecto por el lado de las inversiones, la teoría de *catering* implica que puede existir un incentivo a sobreinvertir cuando los inversores sobreestiman algunos activos o tipos de negocios, y entonces se destinan recursos a proyectos con rendimiento menor que el requerido. Y si el sesgo es negativo hacia algunos activos o negocios, se pueden no aprovechar oportunidades de inversión que realmente son rentables.⁴⁵

La otra respuesta a los precios distorsionados que clasifican Baker y Wurgler es la que se denomina *market timing*, el ajuste temporal al mercado de la política financiera de la empresa. En este caso, los directivos pueden apuntar a aprovechar la sobre o la subvaloración en beneficio de los inversores de largo plazo que existen en la empresa. Por ejemplo, se emiten títulos que están temporariamente sobrevaluados, y se rescatan aquellos que están subvaluados (o no tan sobrevaluados). De este modo, considerando que el precio de largo plazo será el correcto, se transfiere valor de los inversores nuevos o de los que dejan de serlo, a los inversores de largo plazo.

El ajuste temporal al mercado puede permitir la obtención de capital con costo relativamente bajo, y esto influye en las decisiones de inversión.

En esta interpretación, el horizonte que consideran los directivos para atender (*cater*) lo que los inversores valoran o para ajustar temporalmente (*timing*) las decisiones de financiamiento a las condiciones del mercado, varía según sus características personales, el modo en que se preocupan por sus carreras profesionales, y la forma de las compensaciones que reciben. Hay varios aspectos que acortan el horizonte de los directivos; por ejemplo, la tenencia de acciones que pueden venderse en el corto plazo o la amenaza de una adquisición si las acciones están subvaluadas.

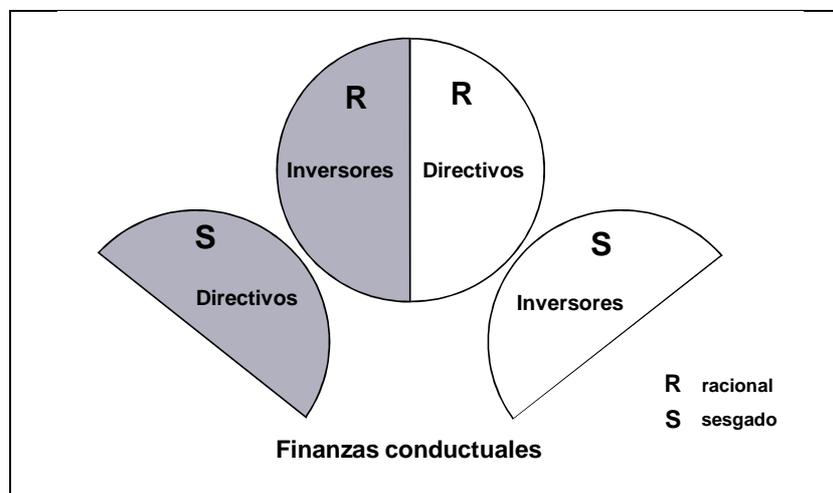
6. Mercados racionales y directivos sesgados con gobernanza limitada

El otro extremo en el continuo que consideran las finanzas conductuales para analizar los efectos en la inversión y el financiamiento de la empresa plantea una conducta de los directivos distorsionada por sesgos. Frente a ellos hay mercados financieros con inversores racionales, que

⁴⁵ Polk y Sapienza desarrollan un modelo para reconocer estos efectos. Con una especificación de la sobre o subinversión, observan que existe una relación positiva entre la inversión y la valoración que está alejada del valor fundamental de los títulos. Christopher Polk y Paola Sapienza, *The stock market and corporate investment: A test of catering theory*, *Review of Financial Studies*, 2009.

evalúan correctamente el valor fundamental: los precios de los títulos no están distorsionados. Esto se esquematiza en el cuadro 6.

**Cuadro 6. Conducta de inversores y directivos:
Finanzas conductuales – Gobernanza limitada**



Los estudios psicológicos han identificado una gran cantidad de posibles sesgos o errores (de percepción, de memoria, cognitivos y de interacción, o sociales). Estos sesgos afectan la atención y la decisión de los individuos, y a nivel organizacional pueden ser contrarrestados por rutinas y procesos (diferentes mecanismos gerenciales y de gobernanza).

Las finanzas conductuales de la empresa, en lo que se relaciona con las decisiones de inversión, se enfocan a analizar principalmente los sesgos que pueden producir sobreinversión o subinversión en la asignación de recursos o en la continuación de una inversión. Los estudios se concentran en el sesgo por exceso de confianza (*overconfidence*) y por optimismo de los directivos con respecto a los resultados (estos generalmente se enuncian por el lado positivo: también incluyen la falta de confianza, *underconfidence* y el pesimismo).

Otro aspecto en el que se manifiestan importantes aspectos conductuales es la decisión de continuar inversiones que pueden no ser convenientes (*failing projects*), y así se estudia el fenómeno de intensificación de compromiso (*escalation of commitment*). Esta intensificación es un resultado de la aversión a reconocer las pérdidas, la tendencia a la evitación del arrepentimiento, o el grado en que opera el sesgo de confirmación (que produce una atención selectiva a algunos aspectos de la situación).

En el cuadro 7 se resumen las principales características de la conducta que pueden afectar la decisión de inversión en sus cinco etapas básicas.⁴⁶

El exceso de confianza o el optimismo pueden ser incluidos en modelos para determinar el efecto que tienen en la magnitud o el tipo de inversión.⁴⁷ Pero en los hechos no es sencillo distinguir entre la sobre o subinversión que es atribuible a un sesgo directivo de la sobre o subin-

⁴⁶ Avo Schönbohm y Anastasia Zahn, Corporate capital budgeting: Success factors from a behavioral perspective, *Beiträge zur Controlling-Forschung*, No. 21, 2012.

⁴⁷ Un modelo que formaliza ambos sesgos puede verse en Simon Gervais, J.B. Heaton y Terrance Odean, *The positive role of overconfidence and optimism in investment policy*, Working paper Wharton School, 2002. Una versión más reciente en Simon Gervais, Capital budgeting and other investment decisions, en H. Kent Baker y John R. Nofsinger (ed), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, 2010.

versión que es producto de una conducta racional de interés personal (tal como la que se considera en la teoría de agencia).

Cuadro 7. Etapas de la decisión de inversión y sesgos

Sesgo	Etapas	Identificación	Evaluación	Autorización	Implementación	Control
Disponibilidad		X				
Exceso de confianza		X	X	X	X	
Optimismo		X	X			
Representatividad		X	X	X	X	
Auto-atribución		X	X	X		
Evitación de riesgo		X	X	X	X	
Evitación de arrepentimiento			X	X	X	X
Aversión a pérdida				X	X	X
Contabilidad mental			X		X	X

Claramente, la causa es distinta. En los modelos de agencia o información asimétrica se considera que la conducta de los directivos es racional, y se ejercita en el espacio de discrecionalidad que tienen para las decisiones, o según cómo perciben la situación de información asimétrica y las condiciones del mercado financiero. Las decisiones que toman no maximizan el valor de la empresa o el valor para los accionistas existentes, pero sí son valiosas para los directivos.

Por el contrario, el exceso de confianza o el optimismo como una característica de la conducta plantea que “los directivos creen que realmente están acercándose a la maximización del valor de la empresa (y, en ese proceso, también de la compensación que reciben por su trabajo), pero de hecho se están desviando de ese objetivo”.⁴⁸

Por esto, Baker y Wurgler señalan que, al nivel de la empresa, existe un análogo del arbitraje limitado en los mercados financieros: la gobernanza limitada.

Los directorios activos y profesionales y las otras formas que se recomiendan para mantener el alineamiento de los directivos con el interés de los accionistas puede que no sean mecanismos efectivos si también los miembros del directorio están sesgados, o si el directivo máximo (CEO) es una figura fuerte. En este último caso, la perspectiva individual del directivo predomina en las decisiones, y por ello la gobernanza es débil.⁴⁹

Además, la compensación basada en desempeño, uno de los mecanismos preferidos en la teoría de agencia para promover el alineamiento de intereses, no tiene mucho efecto si el directivo

⁴⁸ Malcolm Baker y Jeffrey Wurgler, Behavioral corporate finance: An updated survey, en George M. Constantinides, Milton Harris y Rene M. Stulz (Ed), *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, 2012.

⁴⁹ El tema se analiza en Renee Adams, Heitor Almeida y Daniel Ferreira, Powerful CEOs and their impact on corporate performance, *Review of Financial Studies*, 2005.

Una situación similar es la de iniciación de empresas (*startup*). Se observa que el exceso de confianza de los promotores no tiene contrapeso en mecanismos internos (o, al contrario, tiene refuerzos con los otros participantes). Tanto la tasa de supervivencia como la rentabilidad de las carteras de estas inversiones son bajas. Puede verse Augustin Landier y David Thesmar, Financial contracting with optimistic entrepreneurs, *Review of Financial Studies*, 2009; Tobias Moskowitz y Annette Vissing-Jorgensen, The returns to entrepreneurial investment: A private equity premium puzzle?, *American Economic Review*, 2002.

piensa que con sus decisiones (sesgadas por el exceso de confianza o el optimismo) está maximizando el valor de la empresa.

Si el directivo sobreestima el valor de la empresa y de las oportunidades de inversión hay un impulso a la sobreinversión. Pero en el mercado de títulos se refleja el valor fundamental, y por eso el directivo piensa que la empresa está subvalorada. El freno a la sobreinversión existe cuando deben obtenerse fondos externos para financiar la empresa, ya que para el directivo el costo de capital es más alto (por la sobreestimación del valor de la empresa). Esto compensa la distorsión en la inversión causada por el excesivo optimismo.⁵⁰

Exceso de confianza y optimismo. El exceso de confianza y el optimismo son características técnicamente distintas, aunque es frecuente que se usen de modo intercambiable.

El optimismo se define como una sobreestimación subjetiva de hechos favorables debido a rasgos psicológicos del decisor: los resultados que estima son mayores que lo que realmente podrían ser.

El exceso de confianza se relaciona con la sobreestimación de las chances de éxito, la capacidad de obtener resultados favorables: afecta la comprensión de las propias habilidades y del conocimiento o información que se tiene.

Podría decirse que el optimismo aumenta el valor esperado de las estimaciones y el exceso de confianza disminuye la varianza.⁵¹

Entonces, el exceso de confianza (*overconfidence*) existe cuando las personas piensan que son mejores (en el sentido de más hábiles y capaces) que lo que realmente son, o que saben más (principalmente en sentido predictivo) que lo que realmente saben. La falta de confianza (*underconfidence*) es la situación simétrica en cada una de estas dimensiones.

Alguien tiene exceso de confianza cuando cree que tiene una mayor habilidad para identificar los hechos relevantes y estimar las consecuencias (o, en general, que tiene una buena capacidad para realizar acciones).⁵²

Optimismo y exceso de confianza se manifiestan en las decisiones de inversión de un modo similar: se realizan inversiones que, sin esos sesgos, no se harían. En sentido inverso, la subes-

⁵⁰ Este es el fundamento de la hipótesis de Michael Jensen de los costos de agencia del flujo de fondos disponible (*free cash-flow*), aunque en este caso el efecto se origina en que los directivos son simplemente optimistas (no buscan beneficios especiales para ellos de esa política de inversiones, como es el caso que se analiza en el contexto de la teoría de agencia). Michael C. Jensen, Agency costs of free-cash-flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 1986.

Esto también se relaciona con el acceso y el costo de los fondos externos, en comparación con el autofinanciamiento, tal como surge del enfoque de financiamiento con un orden de importancia (*pecking order*) y los estudios del grado de sensibilidad de las inversiones a la magnitud de los fondos generados por la empresa (*cash-flow sensitivity*). Puede verse un resumen de esta literatura en Alexander Vadilyev, What drives investment-cash flow sensitivity around the World?, Working paper, 2013.

⁵¹ Pensando en una especificación precisa para pruebas en los estudios de conducta de los inversores, se señala: “Definimos el exceso de confianza desde un punto de vista direccional entre dos fechas por la probabilidad de que ocurra un estado favorable o desfavorable, y el optimismo desde un punto de vista volatilístico por la magnitud del resultado estimado en cada estado, dependiendo del valor de la variancia.” “De este modo, se pueden considerar no sólo los escenarios favorable y desfavorable, sino también el impacto asimétrico favorable o desfavorable de los sesgos en el flujo de fondos, y también diferentes grados de optimismo y de exceso de confianza.” Bruno Fabre y Alain François-Heude, *Optimism and overconfidence investors’ biases: A methodological note*, Working paper Université de Montpellier, 2008.

⁵² El optimismo de una persona se refleja en la creencia de que le es más probable que al promedio el experimentar hechos futuros positivos (por ejemplo, vivir hasta una edad avanzada, tener una buena situación económica) y que le es menos probable que al promedio experimentar hechos negativos (por ejemplo, ser despedido, desarrollar un cáncer). El exceso de confianza, por su parte, se refleja en la opinión acerca de las capacidades (por ejemplo, bastante más de la mitad de las personas consideran que son mejores conductores de auto que los demás, o que el promedio).

timación de resultados (pesimismo) o de capacidades (falta de confianza) lleva a que no se haga una inversión.

En un estudio del comportamiento de los directivos frente a la toma de riesgos, March y Shapira observan que los directivos tienden a creer que los resultados son más controlables y los proyectos que encaran menos riesgosos de lo que realmente son,⁵³ por lo que también se manifiesta una *ilusión de control*, la idea exagerada de cuánto se puede influir en los resultados. Esto también se denomina autocomplacencia y miopía gerencial, fenómenos estudiados desde hace mucho tiempo.⁵⁴

¿Hay un nivel “bueno” de exceso de confianza? Los estudios empíricos referidos a exceso de confianza suelen considerar que es una característica poco deseable, que lleva a decisiones distintas a las que se tomarían si no existiera, y que puede (y debería) corregirse. Si se supera el sesgo se podrá alcanzar, como dicen Kahneman y Lovallo, “la conducta óptima en cada situación”.⁵⁵

Esto supone que se puede predecir el futuro; entonces, un nivel perfecto de confianza (sin exceso ni falta) es el objetivo al que debería apuntar la mejora de la toma de decisiones. Además, se supone que las condiciones fácticas están dadas (eso que se falla al predecir, por los sesgos), y que basta con corregir el juicio para mejorar nuestro desempeño dentro de ellas.

Griffin y Varey señalan que hay dos tipos de exceso de confianza: predictiva y personal. La confianza predictiva se relaciona con el juicio acerca de cuán bien uno estima el comportamiento de factores externos. La confianza personal es la tendencia a sobreestimar la probabilidad de que ocurra el resultado que es favorable a uno.⁵⁶

Con respecto al exceso de confianza personal, Griffin y Varey comentan: “Sospechamos que este exceso de confianza es casi universal, y se origina indudablemente en procesos motivacionales y cognitivos”. “Hay un argumento de que tal exceso de confianza puede ser adaptativo en, al menos, aquellas circunstancias en que la mayor confianza está relacionada con un mayor entusiasmo y tenacidad, y en que el resultado está al menos parcialmente bajo el control del actor.”⁵⁷ De modo diferente, el exceso de confianza predictivo (“la sobreestimación de la validez del propio juicio, cuando no hay un resultado que pueda ser considerado personalmente favorable para la persona”) parece que está determinado simplemente por procesos cognitivos.

En entornos complejos y dinámicos, como los de negocios, se ha observado que el exceso de confianza aumenta a medida que aumentan la complejidad y el dinamismo del ambiente,⁵⁸ y

⁵³ James G. March y Zur Shapira, Managerial perspectives on risk and risk taking, *Management Science*, 1987 (Traducción con el título La forma en que los directivos ven el riesgo y la toma de riesgo, *Cuadernos de Finanzas* 25, SADAF, 1994).

⁵⁴ Laurie Larwood y William Whittaker, Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning, *Journal of Applied Psychology*, 1977.

⁵⁵ Daniel Kahneman y Dan Lovallo, Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking, *Management Science*, 1993.

⁵⁶ Dale W. Griffin y Carol A. Varey, Towards a consensus on overconfidence, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1996.

⁵⁷ Albert O. Hirschman explicó esto considerando la perspectiva opuesta, la subestimación de las dificultades que se enfrentarán al realizar algunas tareas (como, por ejemplo, las inversiones proyectadas). Señala que, como tendemos a subestimar nuestra creatividad, el único modo en que encaramos tareas cuyo éxito requiere creatividad es porque pensamos que no la requieren tanto, que son más rutinarias de lo que realmente son. De este modo, la creatividad puede desarrollar su potencial, que no es predecible. Denominó a esto el *principio de la mano encubridora* (*principle of hiding hand*): es como si una mano benéfica ocultara las dificultades, y presentara las tareas como más fáciles y manejables de lo que realmente son. Así se encaran tareas que, si consideráramos todo lo que requieren, posiblemente no encararíamos. Albert O. Hirschman, The principle of hiding hand, *The Public Interest*, 1967.

⁵⁸ Matthew Hayward, Dean A. Shepherd y Dale Griffin, A hubris theory of entrepreneurship, *Management Science*, 2006.

también que se intensifica cuando la persona piensa que puede controlar los resultados futuros.⁵⁹ También se ha mostrado experimentalmente que el exceso de confianza existe de modo más pronunciado en los juicios sobre aspectos en los que se tiene experiencia, y que, a su vez, esta experiencia mejora la decisión si existe una instancia de mediación (una evaluación) entre la formulación del juicio y la decisión.⁶⁰

Parecería que las principales conclusiones empíricas acerca del grado de exceso de confianza y, por ende, de la magnitud de la distorsión del juicio, se relacionan con la faz cognitiva, el exceso de confianza predictivo, en el sentido de Griffin y Varey. Por otra parte, el elemento motivador que tiene un nivel razonable de exceso de confianza personal es quizá lo que impulsa algunas decisiones en una situación de verdadera incertidumbre.

Además, hay que tener en cuenta que los directivos tienen una exposición al riesgo mayor que los financiadores diversificados, y si perciben correctamente el riesgo de una inversión, es probable que inviertan menos que lo que los financiadores considerarían óptimo. Con un cierto grado de exceso de confianza (sin considerar problemas de agencia) el nivel de inversión se acerca al que realizarían los financiadores.⁶¹

Exceso de confianza y decisiones de inversión. Las decisiones de inversión estratégica tienen varias características por las cuales puede manifestarse el exceso de confianza de los directivos.

Son decisiones complejas, con un rango amplio de resultados inciertos, situación en la que hay más proclividad al exceso de confianza. Son decisiones episódicas y se perciben con alta unicidad: la retroalimentación es parcial y con rezagos grandes, y “los directivos tienen dificultades para rechazar la noción de que cada situación es nueva en aspectos muy importantes, por lo que se permiten ignorar la retroalimentación de decisiones pasadas”.⁶² Por esto, es más difícil que se reduzca el sesgo mediante el aprendizaje.

Además, “el exceso de confianza lleva naturalmente a una mayor toma de riesgo. Aunque no haya exceso de confianza en promedio en la población de *potenciales* directivos, aquellos que tienen exceso de confianza es más probable que se desempeñen extremadamente bien (o extremadamente mal), y esto los coloca, desproporcionadamente, en el rango superior (o inferior) de los directivos. Y aun cuando un directivo haya nacido sin ese sesgo, el sesgo de atribución (la tendencia a considerar que los buenos resultados son más atribuibles a ellos que los malos resultados) puede llevar a que los directivos exitosos *comiencen* a tener exceso de confianza.”⁶³

⁵⁹ Olaf Stotz y Rüdiger von Nitzsch, The perception of control and the level of overconfidence: Evidence from analyst earnings estimates and price targets, *Journal of Behavioral Finance*, 2005.

⁶⁰ Jérôme Lambert, Véronique Bessièrre y Gilles N’Goala, Does expertise influence the impact of overconfidence on judgment, valuation and investment decision?, *Journal of Economic Psychology*, 2012.

⁶¹ La noción de que un sesgo moderado en la forma de percibir los resultados de una actividad puede dar ventajas cuando se interactúa con individuos no sesgados es bastante conocida en la literatura del conflicto. No sólo porque en situaciones inciertas la racionalidad extrema en las decisiones tal vez llega a ser paralizante, sino principalmente porque el sesgo de unos participantes puede afectar la anticipación que los otros participantes hacen de sus acciones. Puede verse Aviad Heifetz y Yossi Spiegel, *The evolution of biased perceptions*, Working paper, 2001.

Con una perspectiva evolutiva de los procesos de mercado, Bernardo y Welch muestran que los grupos que tienen algunos individuos con exceso de confianza tienen una ventaja evolutiva sobre los grupos que no tienen individuos de ese tipo; entonces, para el equilibrio se requiere algún nivel de exceso de confianza. Antonio E. Bernardo y Ivo Welch, On the evolution of overconfidence and entrepreneurs, *Journal of Economics & Management Strategy*, 2001. También puede verse Karen Khachatryan, *Overconfidence, imperfect competition, and evolution*, Working paper, 2012.

⁶² Simon Gervais, Capital budgeting and other investment decisions, en H. Kent Baker y John R. Nofsinger (ed), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, 2010.

⁶³ Malcolm Baker y Jeffrey Wurgler, Behavioral corporate finance: An updated survey, en George M. Constantinides, Milton Harris y Rene M. Stulz (Ed), *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, 2012.

El aprendizaje en el exceso de confianza es analizado en Simon Gervais y Terrance Odean, Learning to be overconfident, *Review of Financial Studies*, 2001.

Simon Gervais señala que “la política de inversión más agresiva que resulta del exceso de confianza gerencial puede ser el costo para alcanzar, finalmente, ganancias más grandes.” Después de apuntar que hay estudios que indican que el exceso de confianza tiene valor en el ámbito interno de la empresa, y que también aumenta la eficiencia, la probabilidad de supervivencia y el crecimiento económico,⁶⁴ concluye: “considerando esto, el VAN total del exceso de confianza en las empresas posiblemente es positivo, pese a los errores de inversión que puede provocar”.

Estudios empíricos del exceso de confianza de los directivos. Para determinar si existe exceso de confianza se requiere alguna medida que aproxime esta característica.

En el contexto de negocios, una primera determinación fue planteada por Malmendier y Tate.⁶⁵ Consideran que un indicador de exceso de confianza es el modo en que los directivos deciden acerca de su propiedad de acciones de la empresa. Plantean que los directivos que demoran en ejercer las opciones de acciones que poseen (en comparación con el ejercicio óptimo), o que habitualmente adquieren acciones de la empresa, lo hacen porque tienen algún grado de exceso de confianza.

En un primer análisis, determinan que en las empresas cuyos directivos tienen ese comportamiento muestran una mayor sensibilidad de las inversiones al nivel del flujo de fondos interno de la empresa (*investment cash-flow sensitivity*). En un segundo análisis, usan como indicador de exceso de confianza los perfiles de los directivos que surgen de las publicaciones especializadas; esta forma de clasificar a los directivos confirma las conclusiones acerca de que la sensibilidad de la inversión al flujo de fondos disponible está relacionada con el exceso de confianza.

En lugar de usar un indicador de exceso de confianza basado en las decisiones de los directivos sobre las acciones, o en una perspectiva externa acerca del carácter de los directivos, como hacen Malmendier y Tate, en otro estudio se aplican las nociones técnicas de exceso de confianza y optimismo. El exceso de confianza se manifiesta en distribuciones de probabilidad de los resultados que son muy estrechas (poca variabilidad), mientras que el optimismo se observaría en un valor esperado de los resultados persistentemente más alto.

Basándose en las respuestas a encuestas trimestrales, durante varios años, acerca de los rendimientos del mercado de acciones, Ben-David, Graham y Harvey⁶⁶ determinan que sólo 40% de los rendimientos observados en el período de análisis cae en el intervalo con 80% de confianza de las estimaciones realizadas por los directivos.⁶⁷ Concluyen que los directivos de la muestra tienden al exceso de confianza. Sin embargo, no son optimistas en el sentido técnico: el error promedio de pronóstico es positivo, pero no significativamente diferente de cero.

En el segundo estudio observan que el sesgo en las estimaciones del rendimiento del mercado también existe en la estimación de la posible rentabilidad de las inversiones que encarará la empresa.

Relacionando estos resultados con otros datos, señalan que los directivos con exceso de confianza tienen políticas de inversión y financiamiento más agresivas: las empresas se embarcan

⁶⁴ Puede verse Simon Gervais y Itay Goldstein, The positive effects of biased self-perceptions in firms, *Review of Finance*, 2007; Antonio E. Bernardo y Ivo Welch, On the evolution of overconfidence and entrepreneurs, *Journal of Economics & Management Strategy*, 2001

⁶⁵ Ulrike Malmendier y Geoffrey Tate, CEO overconfidence and corporate investment, *Journal of Finance*, 2005; Ulrike Malmendier y Geoffrey Tate, Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited, *European Financial Management*, 2005.

⁶⁶ Itzhak Ben-David, John R. Graham y Campbell R. Harvey, *Managerial overconfidence and corporate policies*, Working paper Duke University, 2007.

⁶⁷ En un estudio posterior, con mayor cantidad de observaciones (9 años), y también con cambios metodológicos en el análisis, sólo 33% de los rendimientos observados cae en el intervalo con 80% de confianza de las respuestas. Itzhak Ben-David, John R. Graham y Campbell R. Harvey, Managerial miscalibration, *Quarterly Journal of Economics*, 2013.

en más inversiones, y sus decisiones se aproximan al ajuste temporal al mercado (*market timing*), pagan menos dividendos, recompran más acciones que las otras cuando disminuyen los precios, pero emiten menos cuando los precios aumentan. Es decir, los directivos parece que “se comportan como si percibieran que las empresas están subvaloradas en el mercado”. Esas empresas, además, están más inclinadas a usar esquemas de compensación basados en desempeño.

¿Cómo controlar el exceso de confianza o el optimismo? Al considerar los sesgos psicológicos y sus posibles efectos negativos, la pregunta es cómo reducir sus efectos: es lo que se denomina *desesgamiento* (*debiasing*).

Los elementos psicológicos susceptibles de provocar un comportamiento con exceso de confianza, o la formación de perspectivas optimistas, son:

- grado de ilusión de control de los directivos
- modo en que influye la convicción de que la situación se conoce (*familiarity*)
- efecto que tiene la deseabilidad de los resultados
- forma en que operan en las estimaciones los heurísticos de representatividad y de anclaje.

Los mecanismos para evitar el exceso de confianza apuntan a enfocar la atención en lo que ocurre en los proyectos similares (de la empresa o fuera de ella), en términos de éxito o de cumplimiento de los planes.⁶⁸ La organización puede promover una mejor comprensión de los directivos acerca de su propia perspectiva: para esto se requiere información y autoevaluación acerca de las desviaciones o de las estimaciones optimistas.

Esta forma de controlar los sesgos complementa o refuerza los procesos mediante los que se produce la decisión de inversión. Estos procesos implican interacción y formación de consenso, y en conjunto reflejan el nivel de sesgo que afecta al enfoque de las actividades que tiene la propia organización; este nivel es irreductible, al menos temporariamente. Por otra parte, puede que no sea funcional reducirlo: como se mencionó, un cierto grado de exceso de confianza puede tener consecuencias positivas en el desempeño.

Russo y Schoemaker enfatizan el papel del metaconocimiento como un modo de reconocer el exceso de confianza. El metaconocimiento se relaciona con el conocimiento principal acerca de algo: es la apreciación de cuánto sabemos y cuánto no sabemos de eso, incluyendo “la incertidumbre de nuestras estimaciones y predicciones, y la ambigüedad inherente en nuestras premisas y perspectivas de la realidad” “Una vez que apreciamos los límites de nuestro conocimiento principal, podremos buscar más o mejor información.”⁶⁹

Señalan que para reducir el sesgo de exceso de confianza hay que desarrollar un buen metaconocimiento; las organizaciones pueden promover esto en los directivos mediante la retroalimentación (o aprendizaje) y la rendición de cuentas. Esto requiere reconocer primero las diferencias en las condiciones personales y organizacionales que hacen posible aprender de la experiencia.

7. Fuerzas que alejan y fuerzas que centran

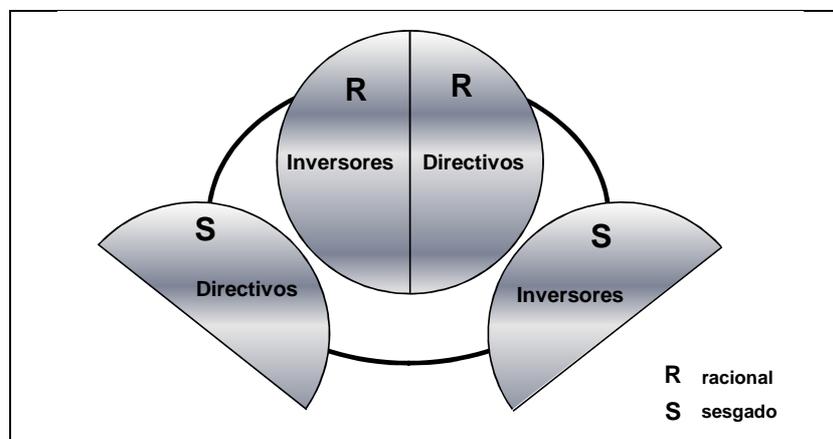
Los tres tipos de situaciones que consideran formalmente la conducta de directivos y de inversores en las decisiones de inversión se delinean poniendo el foco en combinaciones de racionalidad y sesgos psicológicos. Las situaciones de decisión, sin embargo, suelen estar en puntos

⁶⁸ Es lo que Kahneman y Lovallo denominan la perspectiva externa (*outside view*) de la decisión, y no sólo la interna, de los detalles de la misma decisión. Daniel Kahneman y Dan Lovallo, Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking, *Management Science*, 1993.

⁶⁹ J. Edward Russo y Paul J. H. Schoemaker, Managing overconfidence, *Sloan Management Review*, 1992.

intermedios entre las consideraciones racionales (con los límites pertinentes) y las percepciones totalmente distorsionadas. Hay matices en esos tipos, que se procura ilustrar en el esquema del cuadro 8.

**Cuadro 8. Conducta de inversores y directivos:
racionalidad y sesgos**



Uno de los puntos débiles del proceso es la conversión de una propuesta de inversión en estimaciones técnicas y económicas. Los mecanismos de gobernanza (formas de aprobación e incentivos) y los procedimientos organizacionales (de análisis y discusión, de decisión, de revisión) son medios para reducir las distorsiones individuales que aparecen como indeseables.

Otro punto débil es la retroalimentación, sea por revisiones de los proyectos (*post audit*), sea en la evaluación del desempeño. No es débil por sí mismo, sino porque es la parte del proceso de las decisiones de inversión que está menos sistematizada en la práctica.⁷⁰

En el nivel individual, la experiencia y el entrenamiento, y la evaluación crítica de los supuestos que se consideran y de los posibles obstáculos del proyecto, son un modo de reflexión que mejora la comprensión de la propia conducta de decisión. Este metaconocimiento individual (en el sentido que le dan Russo y Schoemaker) se refuerza con los procedimientos compartidos, que son un metaconocimiento institucionalizado.

Las soluciones contractuales y otras modalidades de dirección y de control por mercados que plantea la teoría de agencia reducen algunos de los efectos de conducta en las decisiones de inversión. Sin embargo, la evolución del ambiente y de la organización en el tiempo requiere una activa redefinición de esas soluciones.

Las finanzas conductuales, en el tema de las decisiones de inversión, han aportado discernimientos que, en muchos casos, encuadran con los aspectos y la dinámica psicológica que se planteaban hace ya muchos años. Sobre esta base, se plantean soluciones organizacionales para atenuar los efectos de la conducta individual que son menos deseables (como las rutinas y los procedimientos). Y también se recurre a recomendaciones de auto-control para que los individuos (y los grupos) aumenten la consciencia de los sesgos que pueden afectar negativamente sus decisiones.

Ambos resultados se pueden resumir diciendo que se enfatiza, con una base científica, el consejo “*en las decisiones en una organización hay que tratar de no equivocarse solo*”. Consejo que tanto los individuos como los equipos no deberían desatender.

⁷⁰ Puede verse Ricardo A. Fornero, Las prácticas en las decisiones de inversión: Sus características según los estudios empíricos, *Disertaciones XXX Jornadas Nacionales de Administración Financiera*, SADAF, 2010.

Hay que recordar que en las organizaciones, “el peligro de los círculos cerrados y el pensamiento de grupo pueden convertir los sesgos individuales en sesgos de grupo aún más peligrosos. También la dinámica emocional en grupos puede afectar negativamente las decisiones de inversión.”⁷¹

Aunque se siga un proceso más o menos formal para las decisiones de inversión, la existencia de alguna forma de pensamiento de grupo (*groupthink*) en los que participan en el proceso lleva a un pensamiento único que equivale a una decisión en aislamiento, como si fuera una sola persona, y la consiguiente situación de poder equivocarse solo.

En conclusión, los mecanismos que apuntan a enmarcar la conducta en las decisiones de inversión de la empresa son la especificación de incentivos, el desempeño efectivo de las funciones del directorio, los procedimientos y criterios de decisión, la retroalimentación y el metacognocimiento individual. No hay una combinación óptima de estos mecanismos, sino más bien recomendaciones según los tipos de circunstancias que se consideran.

La teoría de agencia y las finanzas conductuales de la empresa estudian los efectos de la conducta en las decisiones de inversión como parte del fenómeno organizacional, no como aspectos excepcionales (o, podría decirse, anormalidades, o patologías). Los propósitos no totalmente definidos, las percepciones distorsionadas y las desviaciones caracterizan esa realidad. Y por eso se consideran los medios que pueden ser efectivos para que el sistema mantenga un razonable equilibrio, que es el nivel de distorsiones que no impide a la organización permanecer y desarrollarse.

⁷¹ Avo Schönbohm y Anastasia Zahn, Corporate capital budgeting: Success factors from a behavioral perspective, *Beiträge zur Controlling-Forschung*, No. 21, 2012.

Un estudio de la influencia de las reacciones afectivas en las decisiones de inversión puede verse en Thomas E. Kida, Kimberly K. Moreno y James F. Smith, The influence of affect on managers' capital-budgeting decisions, *Contemporary Accounting Research*, 2001.