

# FORMULACIÓN DE ESTRATEGIAS FINANCIERAS EN CONTEXTOS DE INCERTIDUMBRE

**Fabio Rotstein**

*Universidad Nacional del Sur*

*SUMARIO: 1. Introducción; 2. Incertidumbre; 3. Definiciones; 4. Modelos de Finanzas de Empresas; 5. La estrategia básica; 6. Prioridades en el financiamiento versus estructura de capital; 7. Problemas de agencia y asimetría de información; 8. Opciones reales; 9. Palabras finales.*

Para comentarios: [frotstein@uns.edu.ar](mailto:frotstein@uns.edu.ar)

## 1. Introducción

En una visión ligera, a finanzas de la empresa se la vincula con el dinero. Si fuera así simplemente, podríamos dormir tranquilos; solamente estaríamos preocupados por un principio básico en economía: la escasez. Pero la trama no es tan simple. La situación se torna compleja porque se presentan varios argumentos, que al estar relacionados entre sí, transforman la cuestión en algo excesivamente problemático.

Veamos:

- ◆ El dinero se inmoviliza con la esperanza de su recuperación en el tiempo.
- ◆ Ello se manifiesta en un contexto dinámico, incierto y bajo condiciones de riesgo; donde se entrelaza lo económico con lo político y lo social, tanto a nivel nacional como internacional.
- ◆ Ese proceso debe crear valor. Por lo tanto se requiere la aplicación de estrategias de negocios y de estrategias financieras.
- ◆ El objetivo financiero de las organizaciones modernas es la maximización del valor actual del patrimonio neto, a valores de mercado. Si ello se cumple, se puede afirmar que las decisiones tomadas en la organización crearon valor. En caso contrario, no se puede hacer tal afirmación.

Ahora ya no vamos a poder dormir tan tranquilos. Estos argumentos tienen que ver con el valor tiempo del dinero, con las proyecciones, con las herramientas de medición, con las estrategias de negocios y financieras que se desarrollen, con la creatividad, con la innovación, con la evaluación de la incertidumbre y del riesgo, y con la imprevisibilidad humana; y todo ello en forma conjunta. El *ceteris paribus* quedó en el aula. Pero si eso fuera poco, se debe cumplir con el objetivo financiero.

## 2. Incertidumbre

Antes de continuar, sería interesante hacer algunas observaciones previas respecto a la incertidumbre. Decimos que hay incertidumbre cuando no podemos prever con exactitud que va a ocurrir en el futuro; lo que sucede en la generalidad de los casos, en la generalidad de los negocios. Por eso es que hablamos de contextos *cambiantes*; si todo siguiera igual no habría incertidumbre y no correríamos riesgos. Cuando la situación se complica más, hablamos de contextos *cambiantes y turbulentos*. Si el entorno se vuelve más difícil aún por los cambios en el valor de la moneda, le agregamos el aditivo, con la magnitud que corresponda, de contextos *inflacionarios*.

Pero finalmente llegamos al siglo XXI y caemos en otro concepto: contextos *caóticos*; lo cual engloba lo de *cambiante, turbulento* y, generalmente, *inflacionario*. *Caótico* por lo que tiene de confuso, desordenado y errático el entorno en el cual se desenvuelven las organizaciones, donde el drama principal –al menos en nuestro país– se manifiesta principalmente tanto en la falta de mantenimiento de las reglas de juego, como en el cumplimiento menoscabado de las funciones específicas a nivel institucional; y en la desconfianza que generan dichos escenarios.

Pero también *caótico* por los efectos que produce una economía globalizada, y que podemos asociar con la *teoría del caos*. Podemos dar dos ejemplos, uno pesimista y otro optimista. Recuerden el clásico ejemplo: *el aleteo de una mariposa en China, puede producir un tornado en otro extremo del mundo*.

El ejemplo pesimista: si un chino deja de comer todos los días un grano de soja, y eso lo multiplicamos por 1.350 millones de chinos y por 365 días anuales; ¡cuán grave sería para nuestra balanza comercial, para nuestro superávit presupuestario y –en general– para la riqueza del país! Realmente lo de la mariposa no es tan preocupante.

El ejemplo optimista se presentaría si los chinos comenzaran a tomar un litro de leche, por persona y por año. No tengo las estadísticas a mano, pero los distintos medios periodísticos afirmaron que no alcanzaría toda la producción de Sancor para abastecerlos. Si fueran dos litros, no alcanzaría la producción ni de Sancor ni de La Serenísimas. Aunque bahiense de muy larga data, soy nacido y criado en Guatraché, La Pampa, y allí diríamos “... *no habría vaca que aguante* ...”.

Esta exposición no está centrada en enfocar el problema de la disipación de la incertidumbre, ya sea a través de técnicas de pronóstico, del análisis de escenarios y/o de la recopilación de información, entre otros métodos. Si bien esto es importante, nos alejaría de nuestro objetivo.

Con esas reflexiones vamos a abordar dicho tema: ***Formulación de estrategias financieras en contextos de alta incertidumbre***. Acotado por el lema: ***El financiamiento en la empresa***.

## 3. Definiciones

### *Estrategias en general*

He extraído de Hax y Majluf<sup>1</sup>, lo que ellos denominan una definición integradora y global de la estrategia; pero, enfocada desde un punto de vista general y no específicamente financiero. Según ellos,

“La estrategia ...

1. *Determina y revela el propósito organizativo en términos de objetivos a largo plazo, programas de acción y prioridades de asignación de recursos.*
2. *Selecciona los negocios en los que participa o debe participar la organización.*

---

<sup>1</sup> Arnoldo Hax & Nicolás Majluf: *Estrategias para el liderazgo competitivo*. Gránica, Buenos Aires, 2002, págs. 38/39.

3. *Intenta alcanzar una ventaja sostenible de largo plazo en cada uno de sus negocios, respondiendo en forma apropiada a las oportunidades y amenazas provenientes del medio en el que actúa la empresa y a los puntos fuertes y débiles de la organización.*
4. *Identifica las tareas de gestión específicas en los niveles corporativos, de negocios y funcional.*
5. *Constituye un patrón de decisiones unificador e integrador.*
6. *Define la naturaleza de las contribuciones económicas y no económicas que pretende hacer a sus “stakeholders”<sup>2</sup>.*
7. *Es una expresión del propósito estratégico de la organización.*
8. *Apunta a desarrollar y fomentar las competencias centrales de la empresa.*
9. *Es un medio para invertir selectivamente en recursos tangibles e intangibles a fin de desarrollar las capacidades que garanticen una ventaja competitiva sostenible.”*

### *Estrategias Financieras en particular*

Si bien esta es una definición sumamente interesante, muy poco responde a nuestras inquietudes financieras. Por lo tanto, me he tomado el atrevimiento de señalar algunas características relevantes que tienen relación con lo financiero:

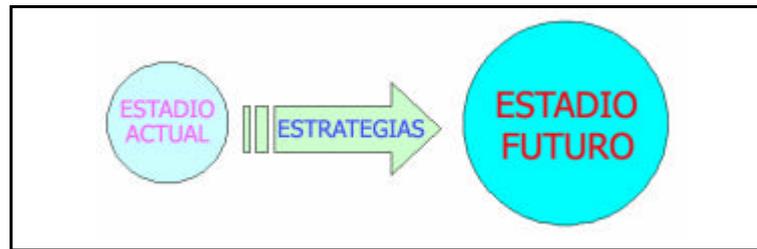
- ◆ Las estrategias deben estar relacionadas con los objetivos a largo plazo de una organización. Por lo tanto, se requiere una visión de futuro.
- ◆ Las estrategias deben crear valor, lo que implica el crecimiento de las organizaciones. El crecimiento implica mayores necesidades de capital.
- ◆ Para el crecimiento se requiere creatividad e innovación; al menos en algún sentido: finanzas, marketing, producción, productos y/o servicios, tecnología de los productos, tecnología de los procesos, tecnología de la información, administración del capital intelectual, etc..
- ◆ La innovación y la creatividad, que suelen ir de la mano, no siempre requieren de la *invención de la pólvora*, por recurrir a una frase común. Pueden ser muchas veces como la pimienta: una pequeña dosis es suficiente para realzar y saborizar las comidas. La más de las veces, tampoco requieren *sentarse a pensar hasta que se prenda la lamparita*, sino más bien necesitan de un estudio sistemático de los problemas.
- ◆ Las estrategias en finanzas deben cumplir con el objetivo de maximizar el valor actual del patrimonio neto a valores de mercado. Pero si éste no se cumple, realmente no habría creación de valor.
- ◆ Las finanzas de la empresa, como disciplina, deben desarrollar métodos y herramientas para medir la creación de valor. La eficacia de las estrategias se debe medir.
- ◆ Las estrategias deben adecuarse al entorno en el que opera la organización, pero visto con una óptica prospectiva. Es el ajuste estratégico no del presente, sino del futuro.
- ◆ En el mundo moderno, el entorno en el que operan las organizaciones es altamente competitivo; y los competidores tienen una alta capacidad de imitación. También pueden surgir imitadores ilegales.
- ◆ Las estrategias persiguen la obtención de ventajas estratégicas; que son verdaderas ventajas competitivas.
- ◆ Las estrategias deben crear oportunidades, y/o capitalizar las que existan, tratando de soslayar las amenazas. Deben aprovechar las fortalezas de la organización y superar las debilidades.

Estableciendo una síntesis, podríamos definir a *las estrategias como conjuntos de políticas, decisiones y acciones que llevan a las organizaciones de un estadio actual determinado a un*

---

<sup>2</sup> *Stakeholders*: poseedores de intereses en la organización. Traducción del autor.

*estadio futuro que maximice la riqueza de sus propietarios. Debemos acotar que la alta incertidumbre atenta contra las estrategias de largo plazo.*

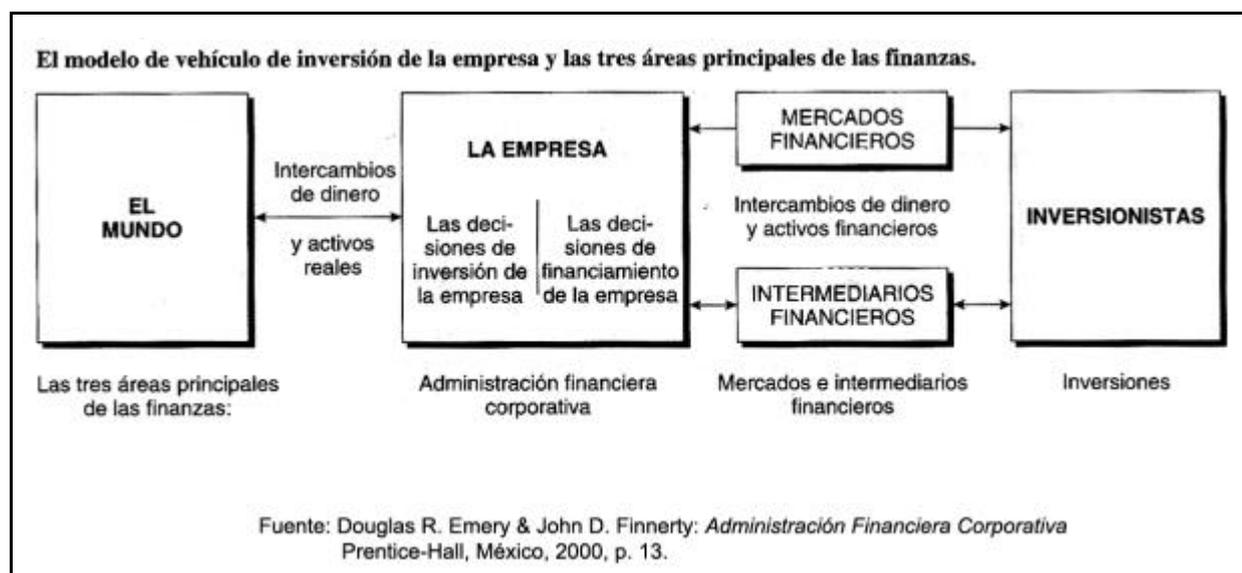


#### 4. Modelos de Finanzas de la Empresa

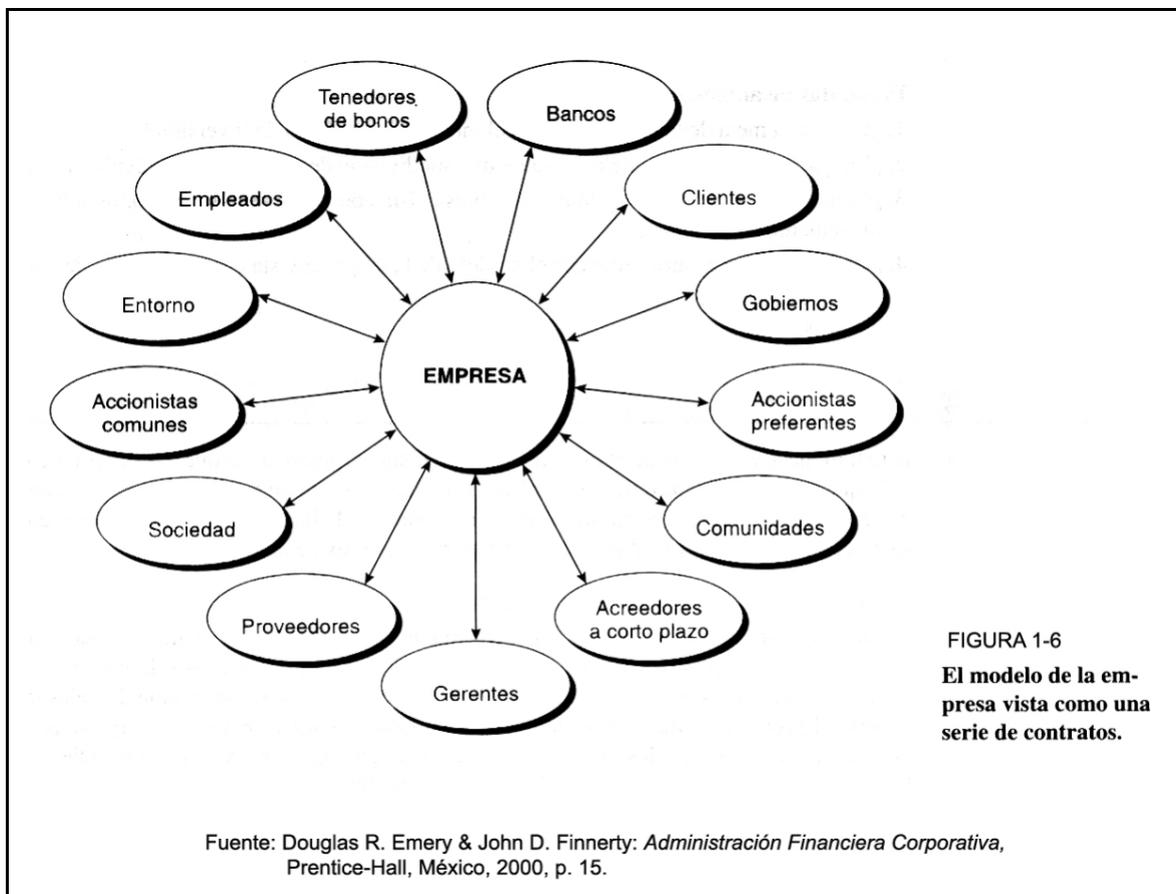
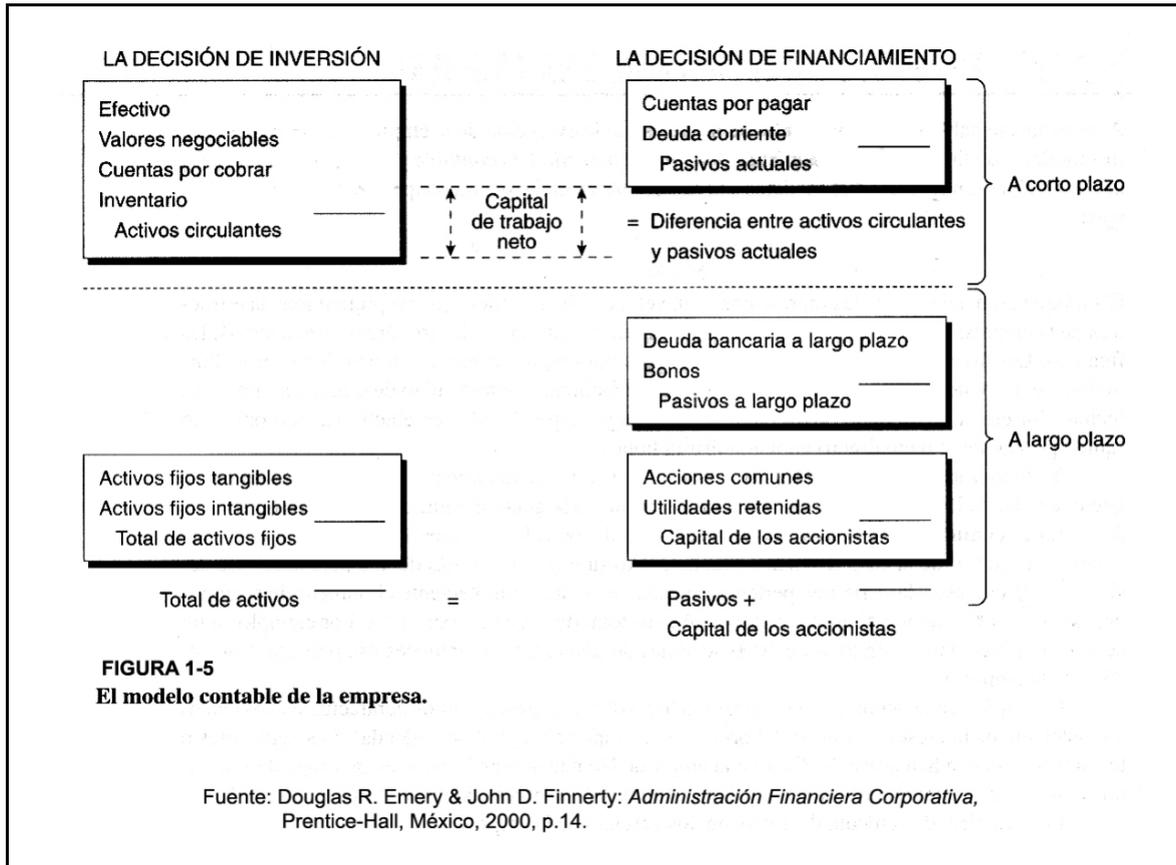
Vamos a proceder de menor a mayor. Si una organización es unipersonal, se maneja con capital propio, y compra y vende al contado, realmente la gestión financiera es una mera cuestión de tesorería y un análisis de costos-beneficios. Lo cual no deja de ser importante, pero no tiene el alcance ni la complejidad de las finanzas de la empresa.

En la medida en que nos alejamos de ese esquema simplista, comienzan a aparecer terceros interesados. Y es aquí donde surgen problemas en torno a la *propiedad*, el *control* y la *distribución del riesgo*. Si hay más socios, si la empresa opera en el mercado de capitales, si se toman préstamos bancarios, si se opera con proveedores; comienza a aparecer una telaraña de relaciones, en la cual se comparte la propiedad, se quiere retener el control y el riesgo se distribuye entre varios. Respecto a esto último, y por mencionar un extremo, podríamos llegar a decir que si la empresa quiebra, no quiebra solamente para los propietarios.

Siguiendo a Emery y Finnerty<sup>3</sup>, podemos ver a la organización bajo la forma de tres modelos distintos: como vehículo de inversión, como modelo contable y como un conjunto de contratos. Gráficamente, lo exponen así:



<sup>3</sup> Douglas R. Emery & John D. Finnerty: *Administración Financiera Corporativa*. Prentice-Hall, México, 2000, págs 13/15.



A estos tres modelos o enfoques no debemos interpretarlos como independientes o excluyentes; o es uno o es otro. Sino que debemos apreciarlo como un conjunto de enfoques que definen a las finanzas. Estuve comentando esto con una amiga, y entonces se estableció el siguiente diálogo <sup>4</sup>:

- *¡Ah!, me dice ella. ¡No se si me prestaste atención! ¡Es como cuando yo horneo tortas!*
- *No, le respondo yo. Realmente no te presté atención. Para que dije esto, fue como darle un puntapié a un hormiguero. Pero esa es otra historia, sigamos.*
- *Ella me ilustra: Porque el todo es muy distinto a cada una de las partes individuales. Más aún, es muy distinto a la suma de las partes. Y si observás cada parte por separado, jamás llegarías a enterarte –en definitiva– cuál puede ser el producto final. Y si las amontonás y mezclás a todas en un recipiente, nada te va a servir y jamás te enterarías para que servía cada una individualmente. Y además, cada parte, individualmente, sirve para muchas cosas diversas que nada tienen que ver con tu objetivo.*
- *Tenés razón –le contesto–. Eso es finanzas. Un enfoque omnicomprendido más conocimiento e inteligencia. ¡Pero tus tortas no están nada mal!*

Retornando a los modelos, el primero no solamente es vehículo de inversión, vehículo de ahorro, sino el principal medio de financiamiento para empresas en crecimiento, para organizaciones que estén dispuestas a crear valor. Vamos a ver más adelante, las razones de conveniencia por las cuales el mercado de capitales debiera ser la principal fuente de financiamiento a mediano y largo plazo.

Pero este modelo también plantea la separación entre la propiedad y la administración; generándose problemas de agencia. Esto también lo veremos más adelante, y además está relacionado con el tercer enfoque.

El segundo modelo está relacionado con un concepto sustancialmente importante para el mercado de capital, y para terceros en general: es un medio importante de *señalamiento*. Es el que brinda información histórica sobre la gestión de la organización. Los datos históricos pueden parecer insuficientes. Sin embargo, como diría Félix Luna, debemos conocer la historia, para entender el presente y proyectarnos al futuro.

El *señalamiento* es importante, aunque a veces la reciente historia económica nos pueda ofrecer dudas de carácter ético. Estoy pensando en este momento en Enron y Parmalat. Pero no siempre todo es así; los mercados y los organismos de contralor suelen equilibrar las situaciones equívocas. El *señalamiento* también está relacionado con otro problema: la *asimetría de la información*. Y sus aspectos negativos: el manipuleo de esa asimetría.

El tercer modelo involucra contratos explícitos e implícitos con todos los terceros interesados en la organización. El gráfico muestra un detalle de ellos, aunque no necesariamente los agota. Más adelante vamos a desarrollar este tema, en especial lo relacionado con las relaciones principal-agente, los conflictos que pueden generarse entre las partes interesadas y el costo de monitoreo. Porque todo ello forma parte de las estrategias que intentemos desarrollar.

---

<sup>4</sup> Por supuesto, en un tono coloquial.

## 5. La estrategia básica

La primer estrategia, y que personalmente la considero como la *estrategia básica*, está relacionada con el financiamiento a la que debe abocarse la empresa, y es el financiamiento a través del mercado de capitales. O sea, la colocación de acciones y bonos en dicho mercado. Para ello debe adecuar su estructura, su organización y su economía interna. Y además, estar en el negocio que debe estar, que le asegure la creación de valor y el crecimiento. Los inversores buscan precisamente eso, pistas que le aseguren que pueden lograr la maximización de su riqueza.

He tenido acceso a un folleto publicado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, donde anuncian el funcionamiento de un “*Departamento Pymes*” y bajo el slogan “*Ahora las PyMEs tienen un lugar en la Bolsa de Comercio*”. Señalan como objetivos del departamento, los siguientes:

- ◆ Acercar las pymes a la Bolsa de Comercio.
- ◆ Asesorar a las empresas sobre las posibilidades de financiación que ofrece el Sistema Bursatil.
- ◆ Ofrecer nuevos instrumentos financieros y adaptarlos a su necesidad.
- ◆ Aconsejar sobre la mejor ingeniería financiera para su proyecto.
- ◆ Modificar o ampliar los instrumentos vigentes, en función de las necesidades que surjan del contacto directo con las empresas.
- ◆ Informar a las pymes acerca de los negocios a su alcance, disponibles a través de los Agentes de Bolsa.

Y a continuación, respondiendo a la pregunta ¿qué instrumentos están disponibles?, hacen el siguiente detalle:

- a) Obligaciones negociables.
- b) Valores de corto plazo.
- c) Fideicomiso financiero.
- d) Apertura de capital al público. Que es la función principal de un mercado de capitales.

¿Y por qué financiarse a través del mercado de capitales, en acciones y bonos? La teoría financiera nos enseña muchas cosas a través de Markowitz y Sharpe y otros seguidores, con los conceptos de diversificación, de la teoría del portafolio, del *Capital Assets Pricing Model (CAPM)*, de la clasificación del riesgo en sistemático y no sistemático, e incluso de la concepción de Ross del *Arbitrage Price Theory (APT)*. Debemos reconocer que todo eso funciona medianamente bien en los países desarrollados, donde podemos hablar de mercados razonablemente eficientes. A los dos primeros autores mencionados les otorgaron el Premio Nobel en Economía, porque lograron una mejor comprensión de los mercados financieros modernos, y contribuyeron a promover mercados cada vez más complejos y eficientes, ayudando a los inversores de riesgo a reducir los mismos en sus operaciones. Recordemos que la disciplina Finanzas de la Empresa, es normativa y no positiva. Y también reconozcamos la importancia social del mercado de capitales, para darle sentido económico al ahorro de los ciudadanos de pequeños y medianos recursos.

Pero, en cuanto al financiamiento de las organizaciones, lo que nos enseñan, fundamentalmente, es que el mercado de capitales representa la fuente más barata de financiamiento<sup>5</sup>. Esto podemos apreciarlo en forma gráfica a través del concepto de rendimiento requerido por los inversores. Y es válido tanto para la inversión en acciones, como para la inversión en bonos de deuda, y en ambos casos: para las empresas cerradas y las empresas abiertas.

<sup>5</sup> Fabio Rotstein: *Lo que la teoría financiera no dice: el dilema de las PyME*. Alta Gerencia, N°42, Buenos Aires, pp. 319/334. Y, *La empresa, la teoría financiera y las decisiones de inversión: marco externo y enfoque interno*. Escritos Contables, N° 35, Bahía Blanca, pp. 71/87.

Recordemos que un mercado de capitales puede producir el encuentro de dos intereses diferentes. Por una parte, en el mercado primario, el financiamiento a mediano y largo plazo (bonos y acciones) de las empresas; y por la otra, en el mercado secundario, una alta liquidez especialmente atractiva para los inversores, y para un manejo dinámico de los portafolios.

Esta última característica, la del mercado secundario, si atendemos a Markowitz y a Sharpe, permite lograr a través de la diversificación la eliminación del **riesgo no sistemático** y de la consiguiente pretensión que pudieran tener los inversores, de ser remunerados por algo que no debieran afrontar racionalmente. Esto permite que surja un costo de capital menor para las empresas que acuden al mercado de capitales. En el juego de la oferta y la demanda, la presión de los que diversifican (y así eliminan el riesgo no sistemático) desaloja la pretensión de aquellos que no diversifican y pueden pretender una recompensa por asumir el riesgo no sistemático. También hay que considerar como elemento importante, la presencia de inversores institucionales, los que actúan de un modo profesional. Si bien, muchas veces los mercados no son tan idílicos, la evidencia muestra una diferencia entre los rendimientos requeridos, tal como se lo ilustra gráficamente:



Justo es recordar a esta altura, un texto señero del Dr. Messuti *“Finanzas de la Empresa”*<sup>6</sup>, que introducía por primera vez en el país los conceptos modernos de la disciplina. Con ese libro y con la feliz oportunidad de compartir algunos diálogos con el Dr. Messuti, se encendió una llama que aún, después de 40 años, no he logrado apagar. Impulsó una apertura mental sumamente importante y significativa.

Antes de seguir adelante, conviene aclarar algunos conceptos relacionados con la diversificación. La teoría financiera considera que la diversificación más eficiente, en el sentido de reducir el riesgo financiero, es a través de la formación de portafolios de activos financieros cotizables en el mercado de capitales. Mantienen alta liquidez, son altamente fungibles y divisibles. Se

<sup>6</sup> Domingo J. Messuti: *Finanzas de la Empresa*. Macchi, Buenos Aires, 1964.

pueden armar portafolios altamente dinámicos y ajustados al contexto económico, político y social; nacional e internacional. Pueden asimilarse a los activos mencionados, los *commodities*, en la medida en que cuenten con un mercado institucionalizado, un precio cierto y una alta liquidez.

Los portafolios dinámicos son útiles, precisamente, en contextos de alta incertidumbre. Y si esa es la estrategia del inversor, también es la estrategia que le conviene a la empresa.

Debemos considerar, que la diversificación financiera a través del mecanismo de fusiones y adquisiciones, no tendría los mismos efectos que la mencionada anteriormente. Por varias razones: no hay un mercado ni un precio cierto, no son fungibles ni altamente divisibles, ni tienen alta liquidez; más aún, resulta dudosa la liquidez. Muchos tratadistas y analistas sostienen que el motivo principal de las fusiones y adquisiciones podría encontrarse en situaciones consideradas como “*problemas de agencia*” que en verdaderos factores económicos y financieros. Prestigio de los directores, incremento de su riqueza personal, etc..

Completemos el análisis retornando a los costos de capital y consideremos el siguiente ejemplo: dos empresas hipotéticamente iguales, una de capital cerrado y la otra de capital abierto. Tal como lo pudimos apreciar gráficamente, el rendimiento requerido en la primera será mayor que en la segunda. Frente a flujos esperados iguales, el valor de la primera será más bajo que el valor de la segunda. Más aún, cuando la primera requiera capital adicional, le saldrá mucho más caro que a la segunda. Agreguemos también, que si un inversor desea realizar su participación en una sociedad, le será mucho más factible en el caso de la empresa abierta, que en el de la cerrada. En la medida en que la realidad confirme estas presunciones, basadas en la teoría financiera, se abre un amplio campo para las estrategias de financiamiento. Así como para las tácticas financieras.

Confieso que me he refugiado en mercados de capital razonablemente eficientes, los que – con algunos defectos– suelen darse en los países desarrollados. Si bien los paraísos no existen, en nuestro país la alta incertidumbre atenta contra la razonabilidad de la eficiencia. Tal vez el sector empresario debiera tomar como objetivo lograr no sólo un funcionamiento más adecuado a los planteos teóricos, sino también a un crecimiento del mercado de capitales como fuente de financiamiento. Vuelvo a recordar lo ya mencionado: Finanzas de la Empresa, es normativa y no positiva.

## 6. Prioridades en el financiamiento versus estructura de capital

También hay que considerar lo que expresan la mayoría de los tratados de finanzas, basados en evidencias empíricas. Afirman que los administradores tendrían establecida una cierta *jerarquía* u orden de prioridades en el financiamiento: autofinanciamiento, endeudamiento y emisión de capital propio. Esto también parece responder a un “*problema de agencia*”, relacionado fundamentalmente con el control. No el control de los propietarios, sino el de los administradores.

Recordemos que el autofinanciamiento está constituido por dos conceptos. En primer lugar, los fondos que se retraen de las ganancias bajo la forma de amortizaciones o depreciaciones, y que son de libre disponibilidad de los administradores. En la mayoría de los casos, la asamblea de accionistas no los discute pues responden a requerimientos de la legislación impositiva. En segundo lugar, las ganancias retenidas. Este último concepto, en cambio, si debe basarse en la política de dividendos que plantee el directorio, y requiere el acuerdo de la asamblea de accionistas.

En muchos casos, la depreciación acelerada persigue un efecto estratégico, pero relacionado más con el control por parte de los administradores, respecto a nuevas inversiones, que al efecto impositivo que pueda producir. Aún cuando el monto menor de impuestos a pagar, también contribuye a esa libre disponibilidad en manos de los administradores.

En cambio, la dicotomía *distribuir dividendos – retener ganancias*, puede ser motivo de discusión en las asambleas de accionistas. Y si no es motivo de discusión en asamblea, si es motivo

de castigo o recompensa en el mercado de capitales. Por lo tanto, debemos hablar de un planteo estratégico al diseñar la política de dividendos, ofreciendo un prospecto respecto a la inversión de los fondos retenidos.

En cuanto al endeudamiento, sea a través de acreedores en general, bancos o emisión de bonos de deuda, junto con la política de dividendos, tienen una estrecha relación con la estructura de capital; y ésta con los costos de capital. Todos conocemos la abundancia de bibliografía y discusiones en torno a si hay o no una estructura óptima de capital. Jamás podremos olvidarnos de los premios Nobel Modigliani y Miller. ¡Nuestros alumnos tampoco!

Podríamos hablar de un enfrentamiento, entre las *prioridades de financiamiento* que convienen a los administradores, y la estructura *óptima* de capital que conviene a los propietarios. Esta dicotomía también es pasible de un conflicto de agencia.

El tema *costos de capital – estructura de capital* representa no sólo un importante tema de estudio, a mi entender todavía no dilucidado completamente, sino también un importante desafío estratégico. Aquí juega un papel importante la asimetría de la información, y en alguna medida hay involucrados problemas de agencia. En contextos de alta incertidumbre las decisiones son más difíciles y complejas.

## 7. Problemas de agencia y asimetría de la información

Las decisiones financieras, cuando se opera en el mercado, requieren información interna o de la empresa e información externa o del contexto. Debe destacarse la importancia que tiene para inversores y acreedores en general, conocer e interpretar la información que genera la contabilidad y que se da a conocer públicamente. Hay muchísimas herramientas, material bibliográfico y experiencias para realizar el análisis. Pero ningún análisis puede ser de mejor factura que los datos en que se basa. De allí –a veces– el gran peligro de confiar en la información que generan las empresas a través de sus estados, informes y declaraciones públicas. Aquí la asimetría de la información juega un papel importante.

El enfoque contractual mencionado anteriormente, engloba no solamente las relaciones principal-agente, sino también las relaciones de la empresa como un organismo y todos aquellos que posean algún interés en la empresa, los *stakeholders*. Este enfoque plantea un amplio espectro de estrategias vinculadas a cada una de las formas contractuales. La amplitud del tema nos obliga a hacer un resumen.

La presencia de conflictos entre principal y agente genera los denominados problemas de agencia. Estos conflictos pueden tipificarse en dos: 1) el desempeño inadecuado o ineficiente del agente, y 2) la diferencia de objetivos. El primero, además de plantear un problema de administración de los recursos humanos, plantea al igual que el segundo, una función de monitoreo con su costo correspondiente. Sin embargo, la diferencia en los objetivos requiere otra acción, además del monitoreo: la implantación de un plan de incentivos, basados fundamentalmente en hacerle compartir a los agentes parte del incremento de la riqueza de los accionistas. Esto también requiere un enfoque estratégico, que dependerá del tipo de empresa.

También pueden presentarse conflictos entre acreedores y accionistas. Luego que los acreedores ya están comprometidos con la empresa, se puede producir un cambio en los riesgos de los negocios o de los activos, que impliquen una transferencia de valor de los bonos a favor de las acciones. Problemas como sustitución de activos por otros más riesgosos, subinversiones, pagos excesivos de dividendos en efectivo que pongan en eventual peligro el pago de intereses y principal, incremento excesivo de nuevo endeudamiento, etc.

En cuanto a los conflictos entre cliente y empresa, éstos pueden ser de dos tipos: uno en el cuál la empresa es agente y el cliente es el principal, y otro en que las posiciones se invierten. El primero puede estar identificado por lo que se denomina “servicios de posventa”: la duda o el peligro de que la empresa no cumpla lo prometido al momento de vender. El segundo puede estar identificado por el uso ilegal que le pueda dar el cliente al producto adquirido a la empresa:

casos clásicos son la fotocopia de libros, la duplicación de CD's de música, el uso sin licencia de software, por mencionar los más controvertidos.

También pueden existir conflictos entre el personal de la empresa y los administradores, así como problemas en general cuando se presentan dificultades financieras o su extremo: la quiebra y liquidación.

Frente a toda esta expectativa conflictual, aún cuando el conflicto no se haya producido, se deben generar estrategias que eviten o aminoren los conflictos, pero que sobre todo no afecten al valor de la empresa, salvo en sentido positivo.

La función de monitoreo implica que la administración debe exponer información sujeta al escrutinio de los *stakeholders*, que les sea significativa para tomar decisiones. Además de la información que debe ser pública, con distintos grados de discreción por razones de competitividad, hay otros elementos que sirven de vehículo informativo. Los estados contables, las decisiones de pagos de dividendos, la calificación de los bonos por consultoras de riesgo, los contratos de emisión de bonos, la clasificación de las acciones en cuanto a preferencias, etc..

Finalmente quisiera hacer una referencia a la asimetría de la información y la teoría de la agencia, para lo cual he consultado –entre otros– a Copeland, Weston and Shastri<sup>7</sup>. Hay un cierto consenso entre los tratadistas en considerar que ambas, con las cuales en buena medida está relacionada la teoría contractual ya expuesta, juegan un rol central en las finanzas de la empresa, y tienen sus raíces en la literatura sobre economía de la información.

En tal sentido, ellos se expresan afirmando que ... *“La información asimétrica ocurre cuando un grupo de participantes tiene mejor información o más oportuna, que la de otros grupos. Una señal es una acción tomada por los más informados, proveyendo información creíble a los menos informados. Típicamente, la fuente de la información asimétrica es el conocimiento superior que tienen los administradores acerca de las perspectivas de la firma, mientras que los inversores en la misma forman parte del grupo desinformado. La teoría de la agencia deriva del hecho de que las decisiones dentro de la firma son tomadas por los administradores, que son agentes de los inversores. El conflicto de intereses entre los administradores y los inversores puede conducir a una suboptimización en la asignación de recursos dentro de la firma”*.

## 8. Opciones Reales

El método del valor actual neto involucra a la incertidumbre en su análisis, al descontar el flujo de fondos esperado a una tasa de costo de capital, que incluye un cierto premio por riesgo. Pero una vez tomada la decisión en base a ese criterio, la cuestión se torna determinista. No permite seguir la evolución del proceso de inversión en el tiempo: la modificación de ingresos, desembolsos y tasas, así como el agregado de nueva información; todo lo cual –entre otras cuestiones– le agregaría realmente flexibilidad y lo convertiría en una verdadera herramienta estratégica.

Por el contrario, se ha desarrollado un nuevo instrumento, denominado **Opciones Reales**, por su parentesco con las opciones financieras, el que sí permite un mejor manejo estratégico y una flexibilidad más conducente en situaciones de incertidumbre. Esa flexibilidad resulta más importante aún en contextos de alta incertidumbre.

El tema es demasiado complejo y demasiado largo como para extendernos en sus detalles. Un simple comentario sobre las principales aplicaciones, puede ilustrar mejor la validez estratégica de esta herramienta. Así tenemos, entre otras:

- ◆ Opciones de expansión o crecimiento.
- ◆ Opciones de contracción.
- ◆ Opciones de abandono.

---

<sup>7</sup> Thomas E. Copeland; J. Fred Weston & Kuldeep Shastri: *Financial Theory and Corporate Finance*. Addison Wesley, Boston, 2004, 4ª edición, págs 415/464.

- ◆ Opciones de extensión de la vida del proyecto.
- ◆ Opciones de diferimiento en el tiempo.

Siguiendo a Alberto Marcel<sup>8</sup>, digamos, que “... *el valor de la flexibilidad es mayor cuando:*

- ◆ *existe un alto nivel de incertidumbre sobre el futuro,*
- ◆ *es probable adquirir nueva información sobre la evolución futura con el transcurso del tiempo,*
- ◆ *la gerencia tiene capacidad de maniobra y agilidad para responder adecuadamente cuando recibe la nueva información.”*

Estos argumentos apuntan directamente al concepto de estrategia financiera. Los tratadistas son coincidentes en señalar como altamente factible, el futuro desplazamiento del valor actual neto como herramienta de decisión por este concepto de opciones reales, en especial cuando estamos presupuestando inversiones multiperiódicas en contextos de alta incertidumbre.

## 9. Palabras finales

Cuando hablamos de estrategias, nos estamos refiriendo a decisiones a futuro, que impliquen un importante análisis estratégico, e involucren el crecimiento, la innovación, enfrentar la competencia, y cumplir con el objetivo de crear valor. También debe considerarse el desarrollo y la aplicación de herramientas de medición que permitan identificar esa creación de valor.

Pero, en un contexto de alta incertidumbre, como el actual, en el cual Argentina mantiene algunas asignaturas pendientes importantes y compromisos nacionales e internacionales que se deben finiquitar; la aplicación de estrategias que impliquen decisiones a futuro, tal vez requieran el apoyo de herramientas más precisas, como las opciones reales, y/o el apoyo de tácticas de más corto plazo, donde entren a jugar, por ejemplo, los derivados, nuevas formas de financiamiento y garantía, operaciones de cobertura en general, etc..

El problema que se plantea en nuestro país, es que las estrategias requieren el largo plazo para su desarrollo y el logro de su efectividad. Mientras que la alta incertidumbre atenta no solo contra la planificación a largo plazo, sino también sobre el pensamiento estratégico. Sin embargo, debe reconocerse que a mayor incertidumbre, se hacen necesarias más y mejores estrategias que definan el futuro. Y aquí se debe invocar la creatividad, la innovación y el enfoque prospectivo.

## REFERENCIAS

- Benninga, Simon Z. & Sarig, Oded H.: *Corporate Finance. A Valuation Approach*. McGraw-Hill, New York, 1997.
- Besanko, David; Dranove, David & Shanley, Mark: *The Economics of Strategy*. Wiley, New York, 1995.
- Bierman, Harold & Smidt, Seymour: *The Capital Budgeting Decision: economic analysis of investment projects*. Prentice-Hall, New Jersey, 1993, 8<sup>th</sup> Ed.
- Boot, Richard; Lawrence, Jean & Morris, John: *Manejo de lo desconocido. Creando nuevos futuros*. McGraw-Hill, Bogotá, 1996.
- Brealey, Richard & Myers, Stewart C.: *Fundamentos de finanzas empresariales*. McGraw-Hill, Madrid, 1998, 5<sup>a</sup> edición.
- Copeland, Thomas E.; Weston, J. Fred & Shastri, Kuldeep: *Financial Theory and Corporate Finance*. Addison Wesley, Boston, 2004, 4<sup>th</sup> Ed.

---

<sup>8</sup> MARCEL, Alberto E.: *El real valor de las opciones reales*. XXIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, Vaquerías (Córdoba), 2003, p. 158.

- Copeland, Thomas E. & Antikarov, Vladimir: *Real Options. A practitioner's guide*, Texere, New York, 2001.
- Damodaran, Aswath: *Corporate Finance. Theory and Practice*. Wiley, New York, 1997.
- Elton, Edwin J. & Gruber, Martin J.: Vol. 1: *Investments. Portfolio Theory and Asset Pricing*. Vol. 2: *Investments. Security Prices and Performance*. MIT Press, Cambridge, 1999.
- Emery, Douglas R. & Finnerty, John D.: *Administración financiera corporativa*, Prentice-Hall, México, 2000.
- Fernández, Pablo: *Creación de valor para los accionistas*. Gestión 2000, Barcelona, 2000.
- Hax, Arnoldo & Majluf, Nicolás: *Estrategias para el Liderazgo Competitivo*. Granica, Buenos Aires, 2002.
- Hill, Charles W. L. & Jones, Gareth R.: *Administración estratégica. Un enfoque integrado*. McGraw-Hill, Bogotá, 1996, 5ª Ed.
- Johnson, Gerry & Scholes, Kevan: *Dirección estratégica*. Prentice-Hall, Madrid, 2001, 5ª Ed.
- Makridakis, Spiros: *Forecasting, Planning and Strategy for the 21st. century*. Free Press, New York, 1991.
- Marcel, Alberto E.: *El real valor de las opciones reales*. XXIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, Vaquerías (Córdoba), 2003, pp. 155/165.
- Markowitz, Harry M.: *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Yale University Press, Yale, 1959.
- Mascareñas Pérez-Iñigo, Juan: *Innovación financiera. Aplicaciones para la gestión empresarial*. McGraw-Hill, Madrid, 1999.
- Messuti, Domingo J.: *Finanzas de la empresa*. Macchi, Buenos Aires, 1964.
- Messuti, Domingo J.: *Ensayos sobre administración y análisis financiero*. Ed Contabilidad Moderna, Buenos Aires, 1977.
- Messuti, Domingo J., Alvarez, Victor A. & Graffi, H. R.: *Selección de inversiones. Introducción a la teoría de la cartera*. Macchi, Buenos Aires, 1992.
- Mintzberg, Henry & Quinn, James B.: *El proceso estratégico*. Prentice-Hall, México, 1993, 2ª Ed.
- Moyer, R. Charles; McGuigan, James R. & Kretlow, William J.: *Administración financiera contemporánea*. Thomson International, México, 2000, 7ª edición.
- Pascale, Ricardo: *Decisiones financieras*. Macchi, Buenos Aires, 1998, 3ª Ed
- Porter, Michael E.: *Estrategia competitiva*. Rei-Cecsa, Buenos Aires, 1991.
- Radcliffe, Robert C.: *Investment: Concept, Analysis and Strategy*. Addison Wesley, Massachusetts, 1996, 5ª Ed.
- Rappaport, Alfred: *Creating Shareholder Value. A guide for managers and investors*. The Free Press, New York, 1998, 2ª Ed.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey F.: *Finanzas corporativas*. Irwin, Madrid, 1995, 3ª Ed.
- Rotstein, Fabio: *Lo que la teoría financiera no dice: el dilema de las PyME*. Alta Gerencia, N°42, Buenos Aires, pp. 319/334.
- Rotstein, Fabio: *La empresa, la teoría financiera y las decisiones de inversión: marco externo y enfoque interno*. Escritos Contables, N° 35, Bahía Blanca, pp. 71/87.
- Rotstein, Fabio: *La teoría financiera y la generación de valor económico*. Escritos Contables, N° 37, Bahía Blanca, pp. 121/143.
- Rotstein, Fabio; ESANDI, Juan I. & JAITT, Federico: *Beta, la estructura de capital y el efecto de palanca financiera*. Escritos Contables, N° 44, Bahía Blanca, pp. 61/84.
- Sapetnizky, Claudio E. y otros: *Administración financiera de las organizaciones*. Macchi, Buenos Aires, 2000.
- Sharpe, William F. & Alexander, Gordon J.: *Investments*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1990, 4ª Ed.
- Stewart (III), G. Bennet: *En busca del valor*. Gestión 2000, Barcelona, 2000.
- Weston, John F. & Copeland, Thomas E.: *Finanzas en administración*. McGraw-Hill, México, 1995, 9ª Ed