



Las Cuestiones Pendientes en Finanzas Corporativas

Arturo Bris (*)

Artículo publicado en la Revista Bolsa y Mercados Españoles, en la edición correspondiente al 3° trimestre del 2012.

El papel de la investigación académica en Finanzas ha estado en entredicho desde los acontecimientos de 2008 y sus consecuencias funestas. Los académicos -se dice- hicieron predicciones incorrectas, hacían uso de herramientas equivocadas y, sobre todo, se dedicaban a estudiar asuntos irrelevantes. Más aún, los economistas financieros no tenían los pies en la tierra y fueron incapaces primero de diagnosticar los fallos del sistema y después de predecir la subsiguiente crisis de los mercados. Siendo todos estos argumentos ciertos, no es menos cierto que las finanzas corporativas como tales han seguido, y siguen teniendo, una relevancia práctica fundamental. Como parte de las Finanzas, las Corporativas estudian la asignación del recurso escaso más importante: el dinero. Y en concreto, al estudio de cómo las empresas acceden a las diferentes fuentes de financiación, y cómo asignan dichos recursos financieros entre sus múltiples usos. La crisis ha evidenciado que la investigación aún tiene un largo camino por recorrer en este terreno, en gran medida como parte de las respuestas a la misma que la sociedad está esperando.

(*) Profesor de Finanzas, IMD. Investigador Asociado del European Corporate Governance Institute e Investigador del Yale International Center for Finance

Pese a la crisis de paradigma que viven las finanzas en general, los pilares teóricos fundamentales de las finanzas corporativas (los teoremas de Modigliani and Miller y la relación entre información asimétrica y estructura de capital) han salido indemnes de la crisis. Si bien algunos de sus supuestos de partida—como la hipótesis de eficiencia de los mercados—es más que cuestionable, los economistas financieros hace años que habíamos mostrado cómo cambiaban las predicciones teóricas cuando se modificaban dichos supuestos. En este sentido, el campo de Behavioral Corporate Finance ya había dado resultados interesantes en los primeros años del siglo XXI.

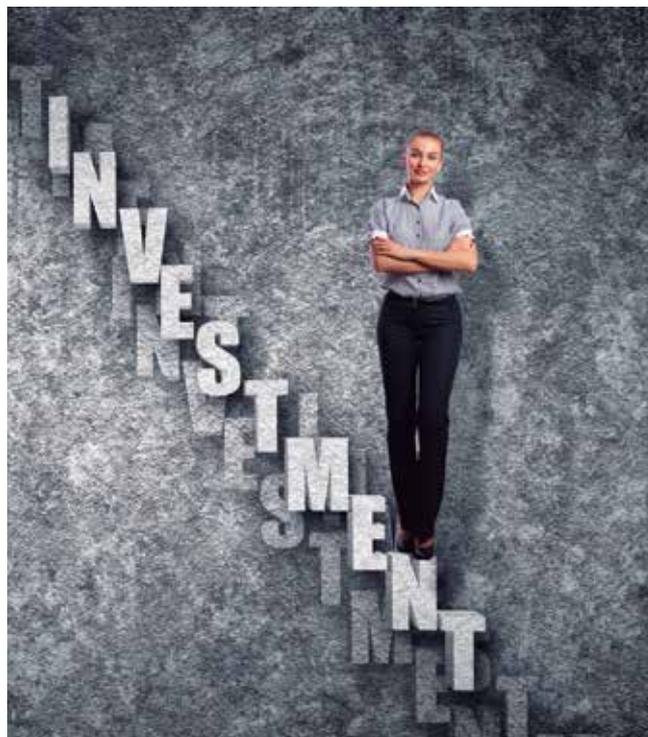
Es sorprendente como, a raíz de la crisis financiera, se ha criticado severamente a la Economía Financiera en general, y las Finanzas Corporativas en particular, mientras que se cuestionan poco los modelos macroeconómicos, que, esta vez sí, nos han traído a la crisis actual. Publicaba el Profesor Luigi Zingales de la Universidad de Chicago un artículo en un número especial reciente del Journal of Finance en el que justificaba que, en realidad, el fallo masivo del mundo académico fue ignorar los mercados financieros en los modelos macroeconómicos de equilibrio general. El mercado financiero, se decía, funciona siempre eficientemente y, bajo unos supuestos mínimos, se puede asumir que proporcionará precios racionales. Más aún, podemos simplificar el mundo y asumirlo poblado de individuos idénticos a los que vamos a llamar el “agente representativo”. Sin embargo, los que nos dedicamos a la economía de la información aplicada a las finanzas, así como a las finanzas del comportamiento, habíamos mostrado hace tiempo que los mercados financieros fallan y que por tanto sus precios no reflejan el valor fundamental de los activos (me refiero tanto a precios de activos financieros como físicos).

Sería por ello preocupante que, debido a la falsa acusación de que la Economía Financiera (y no la Economía Monetaria y la Macroeconomía) ha fracasado en su intento de explicar la realidad, se prestase demasiada atención a macroeconomistas, estrategias, econométricas e incluso economistas del desarrollo para explicar qué ha pasado y proporcionar soluciones. Es ahora cuando la Economía Financiera puede contribuir a mejorar la sociedad (como sugiere el profesor Robert Shiller de Yale en su libro reciente “Las Finanzas en una Sociedad Justa”).

En consecuencia, conviene de nuevo y como continuación de un artículo que publiqué en 2008, revisar cuáles son las cuestiones pendientes en el campo de las Finanzas Corporativas. No por carecer de respuesta son los asuntos que describo a continuación nuevos en nuestro campo. Sin embargo, la realidad de los últimos años les ha dado un nuevo trasfondo y además existe una demanda del mundo real que requiere nuevos modelos y estudios empíricos.

LA RELACIÓN ENTRE LA MACROECONOMÍA Y LAS FINANZAS

¿Cuál es el efecto de las políticas monetarias en el funcionamiento de las empresas? El consenso en la literatura era hasta ahora que cuando las empresas aumentan de manera inesperada sus recursos financieros, trasladan dicho aumento de



financiación hacia mayores inversiones. En el caso de los bancos, Daniel Paravisini (London School of Economics) mostró en su artículo en el Journal of Finance en 2008 (“Local Bank Financial Constraints and Firm Access to External Finance”) que por cada dólar adicional recibido por los bancos argentinos que él estudia, se produce un aumento del crédito al mercado de 0,66 dólares. La tozuda realidad ha mostrado, en el marco de la crisis de deuda europea, que esto no es siempre así. Y entonces hay que preguntarse por qué cuando el Banco Central Europeo ha incrementado la capacidad de endeudamiento de los bancos europeos, los efectos reales no se han materializado. Una posibilidad es que estas políticas sean inútiles en un escenario de tipos de interés bajos (o en general cuando los rendimientos a la inversión son bajos). La situación actual es paradójica en cuanto que reducciones masivas del coste de capital de los bancos (a través de los instrumentos





de financiación a largo plazo del BCE) no han producido un aumento de las inversiones.

El ejemplo anterior muestra que todavía carecemos de un buen modelo para entender las relaciones entre el activo y el pasivo de las empresas que incluya variables macroeconómicas. La teoría financiera de Modigliani y Miller se basa en el supuesto de que las decisiones de inversión y financiación de las empresas no dependen unas de otras. Este es el supuesto extremo bajo el que se demuestra la irrelevancia de la estructura de capital. Sabemos que en realidad esto no es así. Hasta ahora habíamos avanzado mucho en entender como los problemas de información respecto de las políticas de inversión podrían tener un impacto en las decisiones de estructura de capital. Una cuestión pendiente es, por tanto, cuáles son las variables macroeconómicas que afectan dicha relación.

En sentido opuesto, necesitamos entender mucho mejor el impacto macroeconómico de las decisiones empresariales. A raíz de las crisis asiáticas de 1997 se publicaron varios artículos que mostraban como las decisiones de endeudamiento masivo, fundamentalmente en dólares, de las empresas exportadoras provocó en última instancia una presión a la baja sobre las monedas locales que forzó a esos gobiernos a devaluar sus monedas. Lo interesante de este fenómeno es que, a posteriori, el endeudamiento de las empresas fue una mala decisión porque, al provocar una crisis cambiaria, llevo a estas empresas a la quiebra. Es este un ejemplo de porqué los modelos macroeconómicos no pueden asumir un funcionamiento perfecto de los mercados financieros. Durante las crisis asiáticas el endeudamiento era una solución óptima a priori, pero no a posteriori. Y ello es así porque las políticas macro responden a las urgencias de los mercados de capitales, como hemos visto claramente desde 2008. Por tanto, necesitamos trabajos de investigación que estudien el impacto global de las políticas financieras de las empresas: ¿qué ocurre cuando las empresas acumulan liquidez y no pagan dividendos?; ¿por qué las empresas toman decisiones coordinadas que tienen

efectos perniciosos en el largo plazo?; ¿qué efecto tiene la estructura de capital sobre los mercados de deuda y acciones?...

LA REGULACIÓN FINANCIERA Y LAS DECISIONES DE FINANCIACIÓN

Una cuestión sin resolver en este capítulo es el impacto de las reglas de mercado sobre el acceso al capital. La crisis financiera de 2008-2009, y la recesión subsiguiente, han traído consigo una masiva intervención de los reguladores en los mercados financieros. Empezando con las nuevas directivas europeas, continuando con la regulación Dodd-Frank en Estados Unidos, y pasando por los nuevos códigos de gobierno corporativo en países como Nigeria, Arabia Saudí y Sudáfrica, todas estas nuevas leyes han impuesto reglas de funcionamiento a los mercados. Su objetivo último es promover la transparencia y crear valor para el inversor. El efecto en las decisiones de las empresas no está todavía muy claro.

Un buen ejemplo son las reglas sobre ventas en corto impuestas en la mayoría de los mercados financieros a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. En España no somos ajenos a esta regulación, por cuanto la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha prohibido, durante ciertos periodos y para ciertos activos, las ventas en corto en los mercados de renta variable. Un gran número de investigadores han mostrado los efectos de estas prohibiciones sobre los mercados (reducción de la calidad del mercado a cambio de estabilidad). Sin embargo: ¿cuál es el impacto de las ventas en corto sobre la estructura de capital de las empresas en general, y sobre los ratios de solvencia de los bancos en particular? Mi intuición dice que cuando se prohíben las ventas en corto, el valor de mercado del capital de los bancos aumenta porque se previenen movimientos especulativos. Por otro lado, existe evidencia de que la prohibición de ventas en corto reduce el riesgo de quiebra de los bancos. Quiere esto decir que las restricciones a las ventas en corto benefician al pasivo de los bancos. Pero ¿qué decir de los activos? Si dichas restricciones

La regulación se ha mostrado como un factor fundamental en la preferencia de las empresas por deuda o por fondos propios. En la Teoría Financiera dicha elección se toma teniendo en cuenta el riesgo de los instrumentos, sus costes, así como el impacto fiscal. Sin embargo, el impacto regulatorio sobre las estructuras de capital de las empresas en el período posterior a la crisis ha sido considerable.

reducen la liquidez y calidad del mercado y, pueden producir deterioros en el valor de la cartera de los bancos. Los efectos conjuntos de estas medidas no están por lo tanto nada claros.

En general, los estudios sobre regulación de mercados se han centrado en demasía sobre el impacto en la transparencia y la calidad del mercado, pero no en los efectos sobre los balances de las empresas (financieras y no financieras) a través del impacto en el valor de los activos.

La regulación se ha mostrado asimismo como un factor fundamental en la preferencia de las empresas por deuda o por fondos propios. En la Teoría Financiera dicha elección se toma teniendo en cuenta el riesgo de los instrumentos, sus costes (tanto directos como indirectos), así como el impacto fiscal. Sin embargo, el impacto regulatorio sobre las estructuras de capital de las empresas en el período posterior a la crisis ha sido considerable. Por ejemplo: uno de los muchos objetivos de las diferentes rondas de expansión monetaria (Relajamiento Cuantitativo o QE) en Estados Unidos ha sido reducir el coste de Fondos Propios para las empresas americanas mediante el abaratamiento del dólar. Igual que las reformas de los mercados financieros en Europa. En última instancia, la directiva europea sobre agencias de calificación pretende aumentar la transparencia y por tanto reducir los costes de deuda de las empresas. Es por ello que necesitamos nuevos estudios que arrojen luz sobre la relación entre regulación y decisiones financieras. Incluyo aquí estudios que nos hagan entender mejor el impacto de las políticas fiscales.

EL VALOR DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

La tercera cuestión pendiente se refiere al valor añadido de las agencias de calificación, especialmente en mercados eficientes. No tenemos claro todavía si las rebajas en la calificación de la deuda corporativa predice la rentabilidad de la deuda y las acciones de las empresas, o es al revés. Esto es, si las agencias de calificación responden a los movimientos del mercado sin, por lo tanto, incorporar nueva información con sus decisiones. Durante la crisis de deuda soberana de los tres últimos años en Europa hemos visto como en muchos casos las rebajas de calificación de los países periféricos eran solamente una respuesta a la presión de los mercados financieros. En paralelo, se ha hecho un gran esfuerzo legislativo para que las agencias de calificación hagan un mejor trabajo, sobre todo viendo su incapacidad para prever el colapso masivo de la banca en 2008 y 2009. La investigación en Finanzas Corporativas tiene que ayudar a entender el papel de estas agencias, a mejorar el proceso de calificación, y a proporcionar a éstas

las herramientas para medir mejor el riesgo de crédito, tanto de las empresas como de los gobiernos.

NUEVAS FUENTES DE CAPITAL

La innovación financiera es sin duda uno de los campos donde la investigación ha hecho sus mayores contribuciones. No me refiero solamente al diseño de nuevos activos financieros impulsado por la ingeniería financiera. Los requisitos de Basilea III, acordados como respuesta a los excesos cometidos bajo el paraguas de Basilea II, van a impulsar el uso de Co-Cos y nuevos instrumentos de capital híbridos. Por tanto necesitamos estudiar cuáles son los instrumentos financieros que mejor se adaptarán a la nueva regulación. Puesto que los requisitos de capital van a depender del entorno macroeconómico (por ejemplo, el “counter cyclical capital buffer” de Basilea III hace depender los ratios de capital mínimos de variables macroeconómicas), necesitamos diseñar instrumentos que compaginen flexibilidad y riesgo de manera eficiente.

FINANZAS EXPERIMENTALES

En los próximos meses el Journal of Finance va a publicar un artículo escrito por Tobias Moskowitz, Steve Kaplan y Berk Sensoy (“The Effects of Stock Lending on Security Prices: An Experiment”) que va a cambiar en mi modesta opinión nuestra manera de entender la investigación empírica. Para resumirlo en pocas palabras, estos autores acordaron con un gestor de fondos modificar las reglas de juego durante un cierto período de tiempo en un mercado real, para así poder analizar el impacto sobre precio y opinión volumen. Hasta ahora las finanzas empíricas trataban de identificar económicamente la relación entre varias variables tratando de controlar lo mejor posible la dirección de causalidad entre ellas. El artículo que cito es revolucionario porque muestra que en finanzas podemos crear laboratorios naturales al modo como funciona la investigación en Física o Química. Una colaboración más cercana entre la academia y los reguladores del mercado (y los mercados mismos) va a generar en los años venideros un entorno maravilloso para la investigación financiera.

EL DEBATE DIVIDENDOS-RECOMPRAS DE ACCIONES

De nuevo, tras cuatro años metidos en una crisis financiera severa, es necesario reconocer que el debate sobre cuál es la mejor manera de recompensar a los accionistas no está suficientemente zanjado. En 2004 se puso de moda la teoría del catering, que postula que las empresas optan por una u



otra forma de remuneración dependiendo de los deseos de sus accionistas. Dicho de otra manera, las empresas sirven a sus accionistas lo que estos desean. Una empresa tiene tendencia a pagar dividendos cuando sus accionistas son por ejemplo instituciones con baja fiscalidad (fondos de pensiones). En cambio, cuando la base accionarial está formada por minoristas, la preferencia serán recompras. Y si los accionistas prefieren que no se les pague de ninguna de las dos maneras (normalmente por motivos fiscales), entonces la empresa acumula liquidez. Estas predicciones no se han verificado en los últimos años: frente a una preferencia masiva de los accionistas por la remuneración y el dinero contante y sonante, actualmente los balances de las empresas no financieras están inundados de liquidez. En mayo de este año Moody's publicó un informe estableciendo que las empresas americanas no financieras tenían en sus balances un total de 1,2 billones de dólares. Además, el comportamiento de la empresa media no cuadra bien con la teoría. Por ejemplo, el mercado está pagando una "prima por dividendo" excesiva a los ojos de muchos (JP Morgan ha puesto su atención en este fenómeno en un informe reciente). Sin embargo, lo natural en un entorno de precios bajos y excesos de liquidez serían las recompras, pero las empresas no son tan agresivas como esperaríamos. El informe de JP Morgan que menciono muestra que, mientras que la prima por pago de dividendos es del 25%, en 2012 las empresas han repartido dividendos solamente por un 29% de su beneficio, frente al 42% de media histórica.

UNA TEORÍA FINANCIERA NUEVA Y RELEVANTE

Es sorprendente cómo el aparato teórico de las Finanzas Corporativas se construyó en los años 50 y 60 y ha cambiado poco desde entonces. Esto es así porque, dados sus supuestos de partida, las Finanzas Corporativas hacen predicciones que no han sido rechazadas por la investigación empírica. Ésta es una de las virtudes de nuestro campo: su contacto permanente con la realidad y su capacidad prescriptiva.

Sin embargo, son los supuestos de partida de nuestra teoría los que la han dejado obsoleta. Ni los mercados de capitales son eficientes, ni los agentes económicos disponen de toda la información de manera gratuita, ni las decisiones de financiación e inversión son independientes. Y, por supuesto, no hace falta convencer a nadie de que, en la práctica, las empresas e individuos sí pagan impuestos. Fuera del laboratorio, las decisiones reales son más complicadas de lo que predice la teoría.

Tanto la Teoría de Modigliani y Miller (1958), como la fórmula de valoración de activos derivados de Black, Scholes y Merton (1973) nos fueron dadas como consecuencia de graves crisis económicas (la posguerra y la crisis del petróleo, respectivamente) que impulsaron a los investigadores a dar un paso más. Probablemente estemos ahora cerca de la Nueva Gran Teoría de las Finanzas Corporativas que nos ayude a entender muchas de las cuestiones que acabo de plantear.

En resumen, los años venideros son enormemente prometedores para la investigación corporativa, en tanto en cuanto ésta se centre en resolver los problemas reales de las empresas.