

Nota de Actualidad Número 19 - Mayo de 2008

Las Finanzas y el Poema Conjetural

Adrián Zicari
Profesor en Finanzas
Graduate School of Business
Universidad de Palermo

El personaje de un recordado poema de Borges, mientras luchaba una terrible batalla, añoraba haber sido un “hombre de sentencias, de libros, de dictámenes”. Con mucho menos dramatismo, pienso que quienes somos académicos y consultores de empresas en nuestro país, sentimos a veces una similar ambivalencia. Nos cuesta conciliar ambos mundos: el de las aulas con el de “la calle”.

Digámoslo claramente: una cosa son los análisis rigurosos, las publicaciones en “journals” extranjeros, el debate intelectual y otra cosa muy distinta es la problemática que solemos afrontar cotidianamente cuando asistimos a nuestros clientes. ¿Por qué sucede esto?

Más allá de que toda disciplina (las Finanzas no son excepción) tiene necesariamente un cierto grado de abstracción, las Finanzas sufren además un problema de base: en las últimas décadas, todos o casi todos los desarrollos de vanguardia (tanto teóricos como prácticos) han surgido en el mundo angloparlante. Esto implica que las ideas nuevas en Finanzas nacen en un entorno bastante distinto del nuestro, y que es menester entonces adaptarlas a nuestras latitudes, “acriollarlas”, reescribirlas en un formato “a prueba de argentinos”.

Por ejemplo, los manuales de Finanzas Corporativas (o Finanzas de Empresas) se plantean un **escenario ideal**: la empresa concebida como sociedad anónima que cotiza en bolsa. Se trata de un supuesto realista si estamos situados en los Estados Unidos: un país con un vibrante mercado de capitales, con miles de compañías cotizantes en todos los sectores de la economía. En cambio aquí, con apenas un poco más de un centenar de empresas cotizantes, el que una empresa cotice no es la norma, sino más bien la excepción.

¿Qué implica esto? En teoría, para una empresa cotizante, los capitales pueden cambiar fácilmente de titularidad vendiendo las acciones en el recinto bursátil. Así, el valor actual de los dividendos futuros de la empresa son fácilmente transmisibles entre los accionistas y en consecuencia, no es necesario considerar ningún factor personal para la toma de decisiones corporativa. En otras palabras, la transmisión de derechos de propiedad (acciones) de la empresa, permite disociar **el horizonte potencialmente ilimitado** de la compañía del **horizonte personal del inversor**, el que es obviamente limitado por el término potencial de la vida humana.

¿Podemos decir esto de una compañía argentina cotizante? Difícilmente. En primer lugar, muchas de las acciones cotizantes son poco líquidas, vale decir que si bien están en la bolsa, el escaso volumen de sus transacciones hace que estas acciones no sean tan fácilmente transmisibles. Por otro lado, el **modelo ideal** da por supuesto que la tenencia accionaria está dispersa en un sinnúmero de accionistas, lo que tampoco suele suceder en la mayoría de los casos de las empresas cotizantes en nuestro mercado.

Con mayor razón entonces, si estamos analizando una compañía que no cotiza en bolsa (que es el común de las compañías en Argentina) se justifica tener en cuenta que estamos trabajando en un entorno muy diferente al del **modelo ideal** (gran compañía cotizante, con tenencia accionaria dispersa y alta liquidez bursátil). En particular en el caso de Pymes, debemos considerar además el hecho de que el empresario es una persona física, con su específico horizonte vital y particulares características o condicionamientos personales y familiares y que en consecuencia, todo ese panorama no puede ser asépticamente separado de la toma de decisiones financieras de la empresa en cuestión. Sólo a efectos ejemplificativos, menciono algunas implicancias de esta realidad:

- La política de dividendos de una Pyme no puede referirse sólo a la supuesta maximización del valor corporativo, tal cual plantea la teoría financiera desde Modigliani-Miller en adelante, sino que necesariamente tomará en cuenta, también y entre otros factores, la situación personal y familiar de los dueños de la firma, su estándar de vida, capacidad de ahorro y planes personales a futuro.
- El horizonte de inversiones de una empresa Pyme estará vinculado a factores tales como el horizonte de vida del titular de la empresa y la continuidad o no de las sucesivas generaciones al frente de la firma. Recordemos que en el modelo ideal, la fácil transmisión del capital hace que el titular de las acciones pueda convertir en efectivo cualquier mayor valor generado (vendiendo algunas o todas las acciones), lo que no es tan sencillo en una Pyme familiar.
- El costo de endeudamiento de una empresa Pyme necesariamente tomará en cuenta no sólo la razón de endeudamiento de la firma y su flujo de caja proyectado, sino también la situación patrimonial personal del dueño de la firma, quien normalmente es garante de la deuda de su empresa aunque ésta jurídicamente tenga una figura de limitación de responsabilidad (SA ó SRL). Más aún, es común ver (especialmente en ciudades del interior) cómo hay empresarios que afrontan las deudas de sus empresas con bienes particulares, aunque no estén formalmente obligados a ello. Es que en esos casos, un incumplimiento significaría un duro golpe a su reputación comercial.

En resumen, hay muchas diferencias entre la teoría escrita en el Hemisferio Norte y nuestra realidad meridional. En muchos casos, esta brecha sucede porque nuestras empresas suelen ser en los hechos (más allá de las formalidades jurídicas), sociedades de personas más que de capitales. ¿Esto quiere decir que los modelos ideales no

sirven? Al contrario, son tremendamente útiles, en la medida que hagamos el trabajo de una doble "traducción": no sólo del inglés al castellano sino también desde la realidad internacional a la de nuestro país.

Como aquel entrañable personaje de Borges, que había estudiado "las leyes y los cánones" para encontrarse finalmente con su "destino sudamericano", nosotros, menos dramáticamente por cierto, haremos bien en esforzarnos por traer la teoría financiera desde la torre de marfil hasta la realidad cotidiana de nuestros clientes.

"Publicado en El Cronista Comercial, 29 de Mayo de 2008"

**Center for Business Research and Studies
Graduate School of Business
Universidad de Palermo**

Av. Madero 942, 8º piso
C1106ACV – Buenos Aires, Argentina
Tel. (5411) 5199-1399
www.palermo.edu/gsb

Director:

Daniel Seva
dseva@palermo.edu

Coordinador general de investigación:

Diego Gauna
dgauna@palermo.edu

Finanzas y economía:

Conrado Martínez
cmarti1@palermo.edu

Rubén Ramallo
rramal1@palermo.edu

Marketing:

Gabriel Krell
gkrell@palermo.edu

Management:

Patricio O' Gorman
pogorman@palermo.edu

