

Finanzas para Consejos de Administración

(1ª parte: Porqué las finanzas tradicionales sirven poco en los Consejos)

JUAN ANTONIO PALACIOS RAUFAST

PROFESOR DEL ÁREA DE POLÍTICA DE EMPRESA DEL INSTITUTO I. SAN TELMO Y DEL IESE.

Las empresas que fracasan por razones financieras tienen casi siempre consejos que nunca se ocuparon en serio de estos problemas. El Consejo es responsable de evitar riesgos importantes que pueden poner en peligro la continuidad de su empresa, lo que le obliga a abordar ciertas tareas que tienen que ver con la gestión de los recursos financieros. Estas tareas son muy delicadas: los errores suelen tener consecuencias fatales que no dejan lugar a una segunda oportunidad. Lo mejor es aprender de experiencias ajenas, ya que cuando se consigue aprender de errores propios puede ser ya demasiado tarde.

Este trabajo describe las tareas que el Consejo debe abordar en la gestión de los recursos financieros de la empresa. En esta primera parte se revisa el contenido de las finanzas de la empresa, y se resaltan las diferencias que hay entre las finanzas de libro que se enseñan en las escuelas de negocio y las que realmente utilizan los directivos. Ninguna de estas dos finanzas es muy relevante para el Consejo de Administración que, tal como han hecho los directivos, debe desarrollar su propio modelo ajustado a la realidad de la empresa. En el próximo número de la revista, se publicará la segunda parte de este artículo, donde se proponen cuatro tareas que el Consejo debe asumir para evitar problemas financieros graves, junto con algunas ideas para poner en marcha estas tareas.

LAS FINANZAS DE LA EMPRESA

Para hablar del contenido de las finanzas de la empresa, conviene antes distinguir entre tres enfoques distintos: 1) el de los profesores y académicos, 2) el de los directivos y 3) el de los responsables del gobierno de la empresa. El primero es el que aparece en los libros de finanzas y el que se enseña en las escuelas de negocios. Las finanzas de los directivos son las que éstos usan realmente para tomar sus decisiones, y son distintas de las de los textos hoy habituales. Finalmente, están las finanzas que necesitan los órganos de gobierno de la empresa, fundamentalmente el Presidente y el Consejo de Administración. Aunque el objetivo y el contenido de estas finanzas es distinto al de los dos casos anteriores, es poca la información que se dispone sobre este tema, y tampoco es frecuente ver iniciativas para diferenciarlas de las de los directivos. De hecho, la mayoría de los consejos termina aceptando los planteamientos financieros que hacen sus directivos y adoptando sus criterios.

Los directivos aplican criterios técnicos y financieros para decidir operaciones y en el seguimiento del *negocio*. Las finanzas del Consejo, en cambio, deben servir para tomar decisiones importantes que pueden afectar a la continuidad de la empresa. Son decisiones de tipo político que están fuertemente condicionadas por la *configuración institucional* de la empresa, y donde



Las empresas que fracasan por razones financieras tienen casi siempre consejos que nunca se ocuparon en serio de estos problemas.



Las finanzas normativas de las Escuelas de Negocios encuentran obstáculos en su aplicación al mundo real de las empresas, sin negar su utilidad como un modelo que ayuda a pensar y ordenar ideas.

los criterios estrictamente financieros juegan un papel bastante limitado. A continuación, se resumen las diferencias entre estos tres enfoques.

Las finanzas de los libros y de las escuelas de negocios

Los textos y los cursos sobre finanzas de la empresa se pueden clasificar en dos grupos: los descriptivos o analíticos y los normativos. Los *descriptivos* tratan de temas como el análisis e interpretación de estados financieros, previsión de flujos de caja, preparación y control de presupuestos, formas de financiar activos, evaluación de proyectos de inversión y algunas nociones sobre valoración. Esta orientación era muy común hasta que empezó a ser sustituida por un modelo normativo a mediados de los sesenta. A pesar de ello, se siguen publicando textos de este tipo en los que se suele indicar su carácter introductorio, o que están escritos para no financieros.

Los libros *normativos*, en cambio, suelen comenzar diciendo que el objetivo de la empresa es maximizar el valor de la inversión de sus accionistas. Con este objetivo como guía, se trata de establecer tres políticas financieras básicas: la de inversión, la de financiación y la de reparto de dividendos. Para ello, estos textos presentan un modelo abstracto y elegante que indica como se debe proceder. Así, por ejemplo, las inversiones deben evaluarse calculando su rentabilidad esperada, después de estimar sus flujos de caja futuros, y compararla luego con algún criterio como el coste de

capital de la empresa. En cuanto a las decisiones de financiación y de dividendos, se suele llegar a la conclusión de que ambas decisiones son irrelevantes, resultado sorprendente que aparece porque el modelo se basa en algunos supuestos poco reales en la mayoría de los casos. El problema, al tratar de cambiar estos supuestos, es que el modelo pierde su capacidad de generar decisiones.

Por ejemplo, uno de estos textos explica así las conclusiones a las que llega con relación a la decisión de endeudamiento:

A modo de resumen, el estado de la cuestión en la estructura óptima del capital es el siguiente:

1. *En un mercado eficiente, sin impuestos, racional y sin costes asociados a la quiebra no existe una estructura óptima de capital. Cualquier estructura es óptima, y los recursos son retribuidos en función del riesgo que asumen.*

2. *En un mundo con impuestos y sin costes asociados a la quiebra, las empresas deben endeudarse lo máximo posible (siempre y cuando la rentabilidad de la inversión sea mayor que el coste de la deuda antes de impuestos) porque los intereses se deducen antes de impuestos.*

3. *En un mundo con impuestos y con costes asociados a la quiebra, existe probablemente un punto óptimo de endeudamiento que variará con cada empresa.*

Vemos que el modelo financiero se hace impreciso al intentar acercarlo a la realidad. Se termina hablando de la posible existen-

cia de un endeudamiento óptimo pero no se indica como encontrarlo. Desde una perspectiva más general, de política de empresa, se ve claro que no hay óptimos, y que ésta es una decisión política que estará condicionada por la configuración institucional que tenga la empresa. En cualquier caso, la teoría financiera sirve para dirigir la atención hacia variables importantes, como la probabilidad de quiebra, los impuestos, y los costes de financiación de la empresa o de sus accionistas. El modelo contribuye así a ayudar a pensar a los que tienen que tomar estas decisiones en aspectos relevantes del problema.

También hay problemas prácticos en el modelo con los criterios para invertir, por la dificultad de determinar la rentabilidad esperada de los proyectos. Merton Miller, profesor de finanzas de la universidad de Chicago, cuenta las bromas que tuvo que soportar en la entrega de los premios Nobel en Estocolmo cuando reconoció ante los físicos y químicos allí presentes que la variable básica de las finanzas, la rentabilidad esperada, no es observable. Intentó salir del paso hablando del neutrino, una partícula sin masa cuya presencia solo se puede deducir por su efecto en otras partículas. Pero a los pocos años el neutrino se pudo detectar, mientras que la rentabilidad esperada sigue siendo subjetiva.

De todo esto se puede concluir que las finanzas normativas de las escuelas de negocios encuentran obstáculos en su aplicación al mundo real de las empresas, sin negar su utilidad como un modelo que

Las mejores empresas tienen un grupo de objetivos, entre los cuales ganar dinero es uno de ellos, pero nunca el principal.

ayuda a pensar y a ordenar ideas. En este sentido, las viejas finanzas analíticas, o descriptivas, tienen una aplicación práctica bastante mayor pues los directivos usan muchos de sus conceptos.

Las finanzas de los directivos

Todo esto ha llevado a los directivos a desarrollar criterios propios para tomar sus decisiones financieras. Un consejero delegado de una importante empresa española que conoce bien el modelo de los académicos, pero que su experiencia le ha llevado a separarse de él, opina de forma resumida lo siguiente:

1. La cuenta de tesorería (el origen y utilización de fondos) es la mejor herramienta, tanto para evaluar el impacto de las decisiones financieras, como para orientar las actuaciones de los gerentes. El balance y la cuenta de resultados tienen limitaciones importantes para guiar estas decisiones, mientras que la gestión del circulante es una referencia excelente de la calidad de las operaciones. El objetivo de maximizar el valor para los accionistas no es una referencia inmediata para decidir, y se utilizan en cambio criterios sencillos y más operativos para aprovechar bien los recursos financieros.

2. Con las inversiones resulta clave ordenar las propuestas por categorías, y usar también unos criterios sencillos para facilitar su seguimiento mientras se llevan a cabo. Es importante no precipitar el proceso de invertir para dejar sentir a los gerentes la escasez de los recursos financieros. Las medidas de rentabilidad de proyectos de inversión propuestas por los académicos no juegan un papel relevante en estas decisiones.

3. Queda muy claro que las decisiones de endeudamiento y de dividendos están fuera de la competencia de los directivos y se toman en el Consejo.

Estas opiniones son un ejemplo de como se resuelven los problemas en la realidad, aunque los detalles puedan cambiar con cada empresa. Las diferencias con el modelo normativo son importantes en los objetivos, conceptos manejados, forma de decidir, y en detalles relevantes que no aparecen en el modelo, como la existencia de señales de alerta basadas en aumentos de endeudamiento, existencias, etc.

Sin embargo, ninguno de los dos enfoques anteriores resulta de mucha utilidad para el Consejo de Administración, que tiene objetivos distintos a los de los profesores y directivos.

Las finanzas del Consejo de Administración

No hay nada censurable en intentar maximizar el valor de la inversión de los accionistas a largo plazo, si esto se ve como un objetivo financiero que ha de integrarse con otros que debe tener la empresa. El problema con este objetivo es que es poco operativo y no da señales claras para decidir y orientar la acción, por lo que puede aparecer entonces la tentación de tratar de conseguirlo a corto plazo. Muchos consejos piensan que están para maximizar el valor de las acciones a corto plazo y, al hacerlo, ponen en peligro a su empresa al tomar decisiones desaconsejables como suprimir inversiones o gastos que no producen resultados inmediatos, vender activos, y mantener precios altos. Se pueden conseguir así resultados a corto plazo a costa de asumir riesgos graves e innecesarios.

En lugar de preocuparse por las cotizaciones del día, los consejos deben recordar que su primera responsabilidad es asegurar la continuidad de la empresa y que su tarea es pensar a largo plazo, algo que a sus directivos les puede costar por la presión diaria del negocio. En su libro titulado



Empresas que perduran, Collins y Porras han demostrado que las mejores empresas tienen un grupo de objetivos, entre los cuales ganar dinero es uno de ellos pero nunca el principal. A pesar de esto, estas empresas han sido más rentables que las que se han orientado directamente al beneficio, y también son las que han creado mayor valor para los accionistas.

El Consejo de Administración debe intervenir en la gestión de los recursos financieros para decidir sobre temas vitales para la empresa, decisiones que tienen un claro contenido político. Esta responsabilidad es indelegable. Por eso, las finanzas relevantes para el Consejo se diferencian de las dos anteriores en dos aspectos muy importantes. En primer lugar en su *objetivo prioritario*, que es el de evitar el fracaso financiero de la empresa. Es un objetivo de continuidad y supervivencia, no de maximización de una medida financiera. Por fracaso financiero se entiende aquí el que se produce por decisiones financieras imprudentes, no por errores en la gestión del negocio. Es el fracaso de las empresas cuyo negocio era viable, pero se han hundido por las decisiones financieras que han tomado. La segunda diferencia entre las finanzas del Consejo y las otras dos es que *las cuestiones a decidir son de naturaleza política*; no se trata de optimizar sino de llegar a decisiones razonables, coherentes con el negocio, y en sintonía con la configuración institucional, que es la que puede marcar diferencias importantes con las decisiones que tomen otras empresas.

Nota: En el próximo número de la revista, se publicará la segunda parte de este artículo, en el que Juan A. Palacios propone cuatro tareas que el Consejo debe emprender para evitar problemas financieros graves, así como algunas ideas para poner en marcha estas tareas. 