

LOS FACTORES SUBJETIVOS Y LA VALORACIÓN DE INVERSIONES

Incidencia en el riesgo y la tasa de corte

Gustavo Tapia

Universidad de Buenos Aires

SUMARIO: 1.Introducción; 2. El decidor; 3. El riesgo; 4. Los modelos interdisciplinarios; 5. Aspectos racionales y no racionales en las decisiones financieras estratégicas.

Para comentarios: gustavotapia@fibertel.com.ar

1. Introducción

1.1 La mente del hombre

La subjetividad de los decisores está incidida por aspectos racionales y no racionales; de otra manera no podría explicarse la correlación de variables críticas en los mercados a partir del humor general del contexto y las emociones individuales de los decididores.

Con frecuencia aplicamos modelos que resultan desbordados por la realidad cambiante, y dado que operan con supuestos muy restrictivos, no puede comprenderse los resultados acontecidos.

Más que considerar a los factores subjetivos inexistentes o bien como generadores de mínimos resultados, el conjunto de elementos que conforman esa subjetividad debiera estar presente e integrado al análisis objetivante que suele emplearse como base en las decisiones económicas – financieras.

No menos importante, es la consideración de contextos inestables y comportamientos dinámicos no lineales, lo que implica que trabajar en escenarios deterministas aún cuando sabemos de los desequilibrios, situaciones caóticas, posibilidades y probabilidades a lo largo del tiempo, es trabajar en el error.

Para no limitar el análisis y las explicaciones, en contextos sean de cambios o de crisis debemos incorporar los factores subjetivos en el proceso de las decisiones económicas – financieras.

Conocer los factores que operan en las decisiones, o al menos parte de ellos disminuirá el grado de riesgo, en tanto los mercados tenderán a ser menos imperfectos y más homogéneos. Una mayor comprensión podría explicar las diferencias entre precios, valores y valoraciones a partir de la incidencia de elementos emocionales, culturales, biológicos, entre otros, presentes en el marco de operaciones de las Organizaciones.

Las decisiones individuales y grupales también están influenciadas por la tecnología, por el arte, por la religión, por la cultura, por la idiosincrasia individual, entonces resulta claro que dar respuesta a este desafío será a partir de un modelo que recoja los saberes de diferentes ramas del conocimiento y producto de años de investigación y experimentación interdisciplinaria.

Afirma Le Doux que la evaluación como valoración mental del daño o beneficio potencial de una situación es el generador de la emoción como la tendencia sentida que conduce a acercarse a cualquier cosa evaluada positivamente o a alejarse de cualquier cosa evaluada negativamente. Aunque el proceso de evaluación en sí mismo ocurre inconscientemente, sus efectos se graban en la conciencia como sentimiento emocional. Una vez grabado en la conciencia como sentimiento puede recordarse la experiencia y describir que ocurrió durante el proceso de evaluación. Esto es posible porque las personas tienen acceso introspectivo al conocimiento consciente del funcionamiento interno de su mente y en particular a las causas de sus emociones.

Las mentes sienten además de pensar y las emociones implican algo más que pensamientos. El procesamiento inconsciente, marca la norma más que la excepción en la evolución. La otra cara de este inconsciente es el procesamiento no verbal. Los animales fueron inconscientes y no verbales mucho antes de que el hombre llegara a ser consciente y verbal.

Las emociones tienen su propia agenda y horarios y aunque puede ocurrir que con la vida que llevamos no se les brinde espacio y tiempo, podrán emerger desde lo subterráneo. Los que no conocen sus sentimientos estarán en desventaja al afrontar el proceso decisorio.

1.2 Cultura y personalidad

Es imposible interpretar la conducta del individuo sin hacer intervenir el medio social o los medios sociales que ejercen sobre él sus solicitaciones y determinaciones. En efecto, en el campo social se encuentran los estímulos, las barreras y los modelos que condicionan la acción del individuo, contribuyen a la construcción de su ser y le permiten un anclaje sólido en la realidad.

La cultura es un conjunto de normas, valores, estándares de comportamiento, que traducen el modo de vida del grupo. Este concepto es entonces un valioso instrumento para analizar la socialización de la personalidad individual. Una cultura es el modo de vida de un pueblo, en tanto que una sociedad es el conjunto organizado de individuos que siguen un determinado modo de vida. La sociedad se compone de individuos y la manera en que estos se comportan constituye la cultura.

1.3 Los supuestos de las teorías económicas

En la teoría económica tradicional se define un comportamiento racional del individuo a priori, suponiendo además las pautas de comportamiento de los demás. Pero el comportamiento de los otros no puede conocerse a priori si ellos también deben comportarse en forma racional. Por ello, al formarse las estrategias considerando el contexto y la competencia, habrá que tomar en cuenta los aspectos no racionales de los decididores.

En general no nos enfrentamos con problemas de máximos, sino con situaciones conceptualmente diferentes en el cual el individuo (o la firma) no depende tan solo de sus propias acciones, o del azar, sino también de las acciones de otros, por lo tanto las firmas y los individuos no controlan las variables de las cuales depende el resultado.

La teoría económica tradicional de la firma supone una racionalidad perfecta por parte de quien toma las decisiones. Para ello es necesario que el decisor sea omnisciente antes de adoptar la decisión de modo que conozca con exactitud toda la gama de elecciones que se le ofrecen y los resultados posibles. También esta persona debe elegir el mejor curso de acción para maximizar las ganancias. Los postulados de racionalidad y objetivo están dados y el comportamiento depende de factores ambientales o externos. Así el hombre económico es un autómatas despojado

de todas las características humanas que los hombres reales poseemos. Esto implica que a los efectos de la toma de decisiones en el ámbito de la organización esta postura no es muy provechosa.

Recordemos a Simon cuando dice: “una decisión es objetivamente racional si de hecho es el comportamiento correcto para maximizar determinados valores en una situación dada. Es subjetivamente racional si maximiza el logro con relación al saber real del sujeto. Es conscientemente racional en la medida en que la adaptación de los medios a los fines es un proceso consciente. Es deliberadamente racional en cuanto el ajuste de los medios a los fines se ha producido en forma deliberada por el individuo o la organización. Es organizativamente racional si esta orientada hacia los objetivos de la organización y es personalmente racional si fomenta las metas del individuo”.

Por eso, aún cuando todos estos parámetros coincidan, las mismas características psicológicas de quien decide, y la estructura del medio en que se halla, limitan su racionalidad. En el mundo real el comportamiento es afectado por factores personales, sociales y externos. El hombre no posee un conocimiento pleno de todos los posibles cursos de acción ni de los resultados de sus decisiones. Puede anticipar las consecuencias futuras de un acto pero de un modo imperfecto. Por eso la incertidumbre influye en su decisión y empaña sus percepciones.

Es más probable que los decisores al momento de decidir no apliquen reglas complejas o la teoría de los juegos, sino que empleen una serie de simplificaciones al momento de decidir.

1.4 Las decisiones financieras

En la formación de las decisiones financieras partimos de la base que la función financiera pretende maximizar el valor de mercado de una empresa para sus accionistas. Para ello debemos estudiar el perfil de los inversores, la rentabilidad requerida y el grado de riesgo que involucran este sistema.

Metodológicamente, podemos partir de escenarios de certeza a otros de mayor probabilidad hasta llegar a niveles de incertidumbre mayores. En todos los casos estarán presentes factores racionales y no racionales que influyen en la valoración de las alternativas y por ende en la decisión tomada. Del mismo modo, los mercados financieros (económicos) no escapan de esta característica del proceso, lo que implica consideraciones especiales con valoraciones complejas y más completas de manera sistémica, al momento de analizar causas – procesos – efectos, y los feedback pertinentes.

Los objetivos o metas representan móviles eficaces de la acción, es decir se tienen en cuenta en la medida en que inspiran efectivamente la toma de la decisión. Encontramos metas aparentes y reales, y su distinción es esencial para comprender el problema decisorio, por lo que cabe tener en cuenta que no necesariamente los objetivos formulados se corresponden con las reales motivaciones de quien los expresa sea un individuo o una organización.

2. El decididor

2.1 Una posición desde el sujeto decisor

La imaginación se destaca en la introspección del decididor para determinar sus preferencias ordenadas y su función de valor, y en las expectativas como resultado de la prospección y de la evaluación de las imágenes sistematizadas del futuro. El hecho de manipular imágenes y no cosas facilita el proceso aunque al costo de una mala aproximación de la realidad. La creatividad consiste en el descubrimiento de nuevas y no habituales alternativas para manipular el universo o de comportamientos posibles pero inesperados o insospechados del mismo.

El decididor es el elemento fundamental de la decisión la cual depende de su visión del mundo, de sus deseos y preferencias, de sus prejuicios y personalidad de su capacidad de reflexión procesamiento, de sus pautas culturales, de sus condicionamientos biológicos.

El decididor es a su vez producto integrante del universo en una realidad determinada, influye la realidad y la influencia se transforma en resultados que satisfacen o no las expectativas del decididor o que modifican o no sus preferencias, sus escalas y visión del mundo. De la visión del mundo se extrae su escala o sistema de preferencia que es la que fundamenta su proceso decisorio. Pero no solamente el resultado modifica al decididor, sino que el mismo proceso de decisión lo hace. El decididor puede no ser el mismo que lo iniciara. Es oportuno evaluar si esos cambios eventuales no influyen en la decisión final.

La incertidumbre siempre es percibida por el observador. Depende del decididor, de la información en su poder y del momento de observación. Frente a un mismo universo dos decididores distintos con la misma información y en el mismo momento pueden percibir grados de incertidumbre distintos. Esto se debe a como se interpreta ciertos aspectos de la información de acuerdo a la personalidad, la experiencia, las pautas culturales, su estado anímico, mecanismo de percepción.

Todo acto humano deliberado sin excepción es racional para el actor si bien puede no parecerlo para el observador. Todo actor humano actúa de acuerdo con sus propias preferencias, visión del mundo, percepción y construcción de su contexto, conocimientos, información y limitaciones. Conceptos como suboptimización o *second best* son superfluos dado que no hay intención de suboptimizar. Se trata de optimizar dentro de las limitaciones. Toda elección deliberada es siempre la mejor aquí "ex ante" para el decididor. Si parece irracional lo será para un observador que imputa al actor objetivos propios o generalmente aceptados pero ajenos a este.

Para decidir financieramente, estudiamos el negocio, es decir la inversión objeto que generará los resultados económicos – financieros, los productos que se fabricarán, los servicios que se prestarán, los posibles precios y también los clientes (o compradores de nuestra decisión), la tecnología que minimiza los costos, el mercado en el que se realizarán las transacciones sean nacionales, regionales o internacionales. Analizamos el producto, el mercado y el cliente, y en general aplicamos teorías y modelos que no consideran la voluntad del individuo, sus preferencias, sus gustos, sus miedos, sus pretensiones fundamentales, que definen su perfil como inversor sea de manera potencial o real.

¿Qué relación hay entre las preferencias y los miedos que un inversor tiene con el valor que le da a las decisiones que toma?. ¿En cuánto puede sobrevalorar o subvaluar el riesgo y por lo tanto aceptar o rechazar una decisión?. ¿Cómo influye el mercado ó el conjunto de decididores, las estructuras y la obtención, uso y ponderación de la información disponible?.

Los decisores en finanzas están influidos por su propia experiencia e historias y por el margen de maniobra que estiman tendrán cuando pongan en ejecución las acciones decididas. Existen factores más o menos importantes, que serán tendrán mayor o menor influencia según el sujeto que decida. Habrá alternativas de decisión expuestas, otras que se irán descubriendo y también se generarán nuevas. La creatividad y la iniciativa son factores que definen el perfil del inversor, y que a la vez pueden modificar resultados en decisiones tomadas.

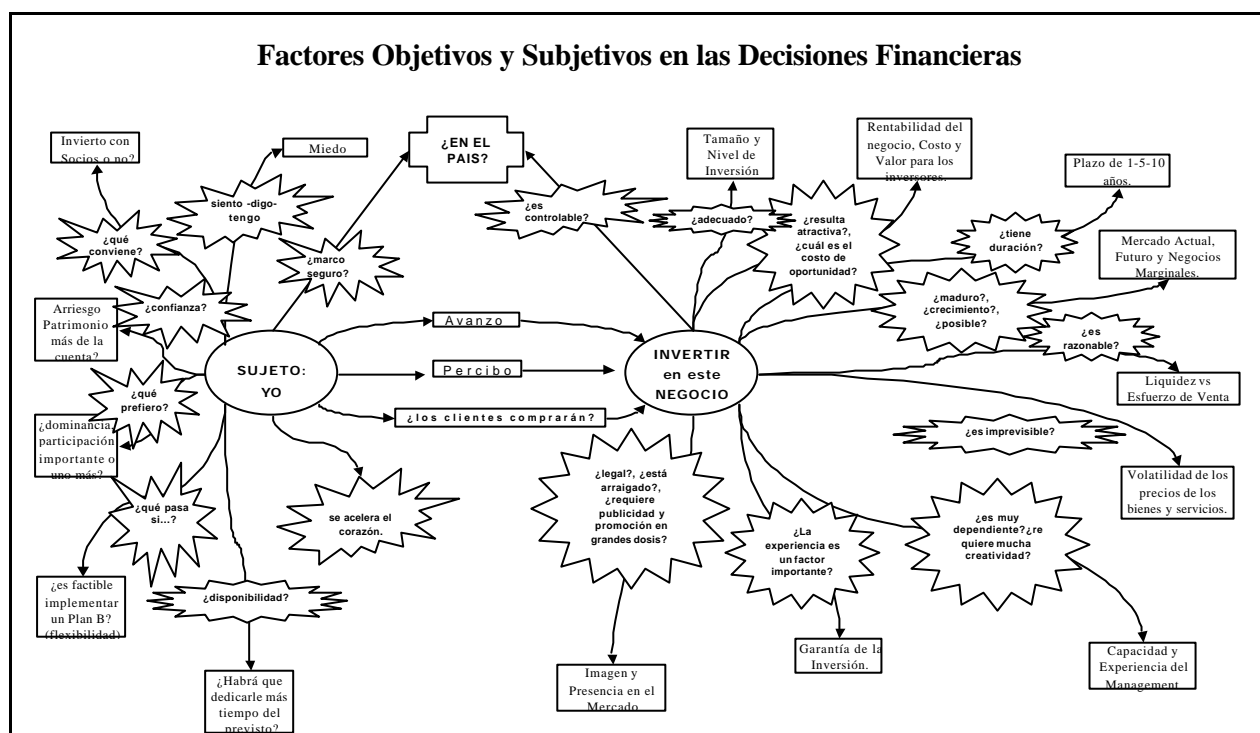
Entonces, los factores subjetivos además de determinar al sujeto decisor, también impactan en los resultados materiales (objetivos) de nuestro negocio, empresa ó estrategia.

Para Guillermo Onitcanschi, la valuación objetiva de empresas, es tan utópica como la de todo bien de oferta necesariamente restringida por el otro (como antigüedades, obras de arte, etc.), porque cualquiera sea el procedimiento propuesto, nos vemos ante la necesidad de formular expectativas de rendimientos futuros de una empresa en marcha por plazos muy largos, tarea que asocia una elevada dosis de subjetividad, cualquiera sea el procedimiento que se adopte al respecto. Por último, es imposible negar la significativa influencia de factores emocionales en la determinación de los valores involucrados en las transacciones concretas de paquetes accionarios de control de empresas. La mayor parte de las transacciones en los mercados de valores se

hacen procurando anticipar sus movimientos futuros o bien aprovechar las ventajas de las fluctuaciones diarias en los precios.

En operaciones que involucran la transferencia de paquetes accionarios de control, es llamativamente frecuente que los precios a los cuales se realizan estas operaciones difieran significativamente de los mercados (lo que no deja de ser sorprendente para quienes entienden que los mercados nunca se equivocan en su tarea de determinar precios). No existe una solución satisfactoria posible entre la diferencia entre el precio y el valor de las cosas. Este punto es fundamental sobre todo para darle valor a una empresa, dado que no puede establecerse de la misma forma que con un bien transable en el mercado.

Figura 1 Decisiones económicas y financieras



3. El riesgo

3.1 Concepto

Riesgo es una palabra antigua y de uso común en muchas lenguas. En su uso corriente denota incertidumbre asociada a un evento futuro o a un evento supuesto. Una descripción con sentido común del término riesgo debería incluir las circunstancias que amenacen con disminuir la seguridad, el bienestar social, la salud, el bienestar y la libertad de una entidad determinada. Esta descripción no apunta a definiciones técnicas o específicas del riesgo, pero ejemplifica el rango de aplicaciones que posee ese término y aclara que el concepto de riesgo está estrechamente ligado a valores humanos significativos. Un punto de vista interesante en el debate y en la investigación sobre el riesgo está, por lo tanto, relacionado con la forma en que el concepto de riesgo es utilizado e interpretado.

La Tercera Nueva Edición Internacional del Diccionario Webster de 1976, diferencia cuatro significados de riesgo, a saber:

1. Posibilidad de pérdidas, de lesiones, de desventajas o de destrucción.

2. Alguien o algo que produce o sugiere una situación riesgosa o una posibilidad adversa: un elemento o factor peligroso más frecuentemente citado con calificativos para indicar el grado o tipo de peligro.
3. Posibilidad de pérdida o de peligro para el objeto o el asegurado cubierto por el contrato o bien el grado de probabilidad de dicha pérdida.
4. El producto del monto que podría perderse por la probabilidad de perderlo, comparado con la expectativa.

Estas acepciones sugieren que el riesgo puede consistir en la *mera posibilidad* de un hecho adverso, en la *causa* de un evento, en la *magnitud* de la consecuencia, en alguien o algo *considerado como peligroso* y también en la conceptualización de un procedimiento para la estimación de una cantidad. En un sentido genérico el riesgo incluye una variedad de aspectos, todos los cuales constituyen el concepto de riesgo. Es obvio el enfoque futuro de estas acepciones, aunque el riesgo puede también considerarse desde una perspectiva histórica cuando es interpretado desde el punto de vista de aquellos que están involucrados.

También debe destacarse que la palabra riesgo tiene, en cierto modo, diversas connotaciones en distintas lenguas. Por ejemplo, las lenguas eslavas como el ruso y el polaco le dan a esa palabra un significado más próximo al de la palabra inglesa peligro (*danger*). El inglés diferencia entre los términos riesgo (*risk*) y situación riesgosa (*hazard*), de un modo tal que puede llegar a confundir a quien no habla esa lengua como lengua natal. En Suecia la palabra correspondiente, "*hasard*", está más ligada a los juegos de azar.

Orr y Fogle (1988) encontraron que la palabra "*hazard*", proviene del árabe "*az-zahr*", que significa el dado e hicieron referencia a dos significados de la palabra utilizados en el Diccionario Webster: "juego de azar jugado con dados y también una probabilidad adversa como la de perderse, de ser lesionado de ser vencido". Las relaciones entre "*risk*" y "*hazard*", como puede surgir de algunos de los ejemplos citados anteriormente, se convierten en: (1) riesgo (*risk*) como la posibilidad de pérdida que se superpone con la definición de "*hazard*", que se define como probabilidad adversa y (2) riesgo como alguien o algo que crea o sugiere un peligro, se lo relaciona con "*hazard*" como a la causa con su efecto. Pero, como una de las denotaciones de "*hazard*" es la condición que tiende a crear o a incrementar la probabilidad de pérdida, la relación entre *risk* y *hazard* puede también ser interpretada en términos de que ambas implican condiciones que incluyen eventos adversos.

3.2 La percepción del riesgo

Los riesgos existen con relación a un marco cognoscitivo de valores y de estándares. El fenómeno del riesgo requiere la interpretación y la evaluación subjetiva. La conceptualización frecuentemente utilizada de riesgos objetivos *versus* riesgos subjetivos, se refiere a diferentes métodos de evaluación de los riesgos, basándose la evaluación objetiva en datos estadísticos disponibles y en cálculos matemáticos, mientras que el riesgo subjetivo está relacionado con juicios intuitivos. Diversos tipos de estudios diferencian entre riesgo objetivo y riesgo subjetivo considerando distintas perspectivas teóricas. Los juicios intuitivos sobre el riesgo están relacionados tanto con estructuras personales, cognoscitivas, emocionales y de motivación, como con los ambientes sociales, culturales y políticos. Los seres humanos son capaces de captar y de utilizar esquemas teóricos, pero los esquemas del riesgo deben ser expresados seleccionando distintas palabras según la lengua utilizada. Es más, los legos pueden basar sus juicios sobre el riesgo en distintas definiciones del mismo, y esto puede influir en la ponderación final.

Starr estudió la relación entre los riesgos causados por la tecnología y los beneficios sociales desde un enfoque de manifiesta preferencia, mostrando que los niveles de riesgo estaban en relación con los beneficios: se aceptaban mayores riesgos si los beneficios aumentaban. Encontró también que los riesgos que identificaba como voluntarios eran más aceptados que los riesgos involuntarios aunque fuesen 10-100 veces mayores que estos últimos. Su trabajo señalaba la

importancia de la aceptación voluntaria y la magnitud de las consecuencias de la aceptación del riesgo. La tendencia de las investigaciones posteriores ha sido usar un enfoque mucho más directo, y los investigadores han realizado encuestas en las que se solicitó al público emitir opinión explícita de cómo percibe los riesgos.

Los resultados del trabajo de Slovic y colaboradores, mostraron que haciendo un análisis de factores se destacaban tres de ellos de entre un gran número de parámetros tales como el factor riesgo temido (que involucra, por ejemplo, catástrofe potencial, temor, falta de control), el factor riesgo desconocido (que involucra, por ejemplo, peligros nuevos, no detectables, desconocidos) y el factor cantidad de los expuestos al riesgo.

Respecto de los modelos a utilizar se puede también argumentar que se benefician al usar parámetros que están semánticamente cerca del riesgo percibido o de la aceptabilidad del riesgo y que por lo tanto explican sólo superficialmente la varianza de las variables dependientes. Hay algo de cierto en ese argumento, pero el interrogante es ¿qué modelos alternativos se podrían elegir?

La percepción del riesgo depende del contexto en el que un peligro se convierte en realidad, del tipo de peligro de que se trata, y de la persona, o tipo de personas que emiten el juicio. El número de personas en riesgo de convertirse en víctimas o el número de muertos / heridos provocados por un solo evento son factores importantes, tanto como si las víctimas, o aquellos expuestos al riesgo, estaban o no informados o enterados del mismo. La exposición de personas no conocedoras de un cierto riesgo, incluyendo a futuras generaciones imposibilitadas para influir sobre los acontecimientos actuales, ha sido causa de intensos debates éticos. Es importante, por lo tanto, distinguir entre los contextos normales de riesgos cotidianos y los de riesgos catastróficos, así como de eventos con un impacto inmediato *versus* los de desarrollo lento o demorado.

Los factores que influyen sobre la percepción del riesgo están interrelacionados y son, hasta cierto punto, específicos de la situación, lo que tornan cuestionables las aseveraciones precisas e inciertas las predicciones. Por lo tanto, las percepciones de los peligros y las ponderaciones sobre los riesgos deben ser evaluadas en relación al objetivo específico o al evento cercano. Además, los resultados de las investigaciones sobre los riesgos percibidos son fácilmente afectados por la elección de la metodología y del diseño del estudio. Es más, los términos con los que se realizan las preguntas y el contexto real en que se las presenta, son importantes para los resultados.

Es importante, por lo tanto, monitorear continuamente el modo de sentir del público, los cambios pertinentes al mismo y las percepciones del riesgo. Las personas regularmente asumimos, que el resto de la gente filtra, percibe y valora la realidad como nosotros mismos lo hacemos. Cuando se trata de la comunidad, muchos técnicos y científicos (aún con la mejor intención), están convencidos que el conocimiento científico y la razón están de su lado, y las formas de pensar que no coinciden ellos pueden ser toleradas, pero deben ser corregidas.

3.3 Los imaginarios del riesgo

Los imaginarios son una visión de la realidad para una comunidad, están enmarcados en la cultura, el tiempo y el espacio. Por ello es frecuente que los imaginarios que abarcan al riesgo no coincidan con la percepción de técnicos, científicos o personas interesadas en apoyar a una comunidad. Hablar de imaginarios no es tan simple como hablar de opiniones diferentes. Ignorarlo puede costar mucho esfuerzo y recursos. La cultura de una comunidad puede ser diferente a la nuestra. Eso es fácil de aceptar. Los valores, las prácticas religiosas, las concepciones morales pueden variar. Eso también puede ser aceptado con relativa frecuencia.

Sin embargo, es difícil aceptar que exista un riesgo, que la comunidad reciba información sobre el mismo, y que a pesar de ello, no se tomen las medidas apropiadas para prepararse o mitigar ese problema. En ocasiones, ese riesgo (que parece evidente para algunos) no está presente en la visión de la comunidad, o se le percibe de forma distinta. Por lo tanto, el primer error es tratar de

"corregir" los imaginarios ajenos. Esa es una visión etnocéntrica que desprecia a las personas y sus ideas.

El riesgo puede estudiarse desde diversas ópticas. Haciendo énfasis en el componente humano es decir, entendiendo al riesgo como la posibilidad de que algo ocurra, el centro será la combinación de amenazas y vulnerabilidades.

Podemos mencionar las características del riesgo que afectan la percepción del mismo:

- a) El riesgo tiene carácter subjetivo. Aunque el riesgo se calcule probabilísticamente, en principio es preciso que una o más personas lo perciban. De esa condición se desprende que primero debe percibirse un riesgo, luego debe abordarse su reducción. Por ejemplo, un sismo en el desierto, o una erupción en el fondo marino no son riesgos. Incluso, eventos que hace décadas se conocían y que no eran percibidos como desastres, hoy en día acaparan la atención: Los accidentes que contaminan el medio ambiente o la destrucción de las selvas tropicales. Esos eventos son problemas, por que existe una colectividad que los percibe como tales.
- b) El riesgo es una expresión de racionalidad: Cada día, la humanidad asigna menos eventos o fenómenos a entidades superiores o Dioses que "castigan" o "envían males" a la comunidad. Sin embargo, la religiosidad y las creencias tienen aún gran vigencia. Es por eso que las creencias religiosas (entre otras manifestaciones culturales) no pueden dejarse de lado en la Gestión de Riesgos, toda vez que pueden propiciar o dificultar el proceso de mitigación desde la construcción misma de imaginarios. Mientras más se sabe, más se constituye una conciencia del riesgo. Mientras más racionalmente se calcule y mientras más complejo sea el cálculo, de más aspectos nos percataremos, y con ellos vendrá mayor incertidumbre en cuanto al futuro y, consecuentemente, más riesgo.
- c) El riesgo tiene una dimensión temporal: Si se sensibiliza a un grupo humano con respecto a un riesgo, esa percepción probablemente será suprimida con el paso del tiempo. Si el riesgo se plantea en plazos largos (recurrencia sísmica por ejemplo), es posible que el proceso sea aún más rápido.
- d) El riesgo es un proceso dinámico: cambia en el tiempo o en la perspectiva de observación. Por tal razón, la percepción y los imaginarios variarán en el tiempo, o de un lugar a otro con respecto a un mismo evento. Esto obliga a promover una gestión de riesgos que se adapte a cada necesidad. Además, el dinamismo del riesgo no se limita a la vulnerabilidad de la gente, está presente en las amenazas mismas, tanto en las existentes, como en las que aparecen cada día.
- e) El riesgo es diferenciado o relativo: No afecta igual a los actores en una comunidad; incluso la reducción de un riesgo, puede beneficiar a unos y afectar a otros. El riesgo afecta a personas, y las personas como sistemas humanos deben ser el centro de atención en la investigación. Es fundamental que todas las personas que trabajen en la gestión de riesgos, aborden cada problema con especial respeto y tolerancia hacia los imaginarios locales. La razón es simple: Para construir un imaginario común con respecto al riesgo, es preciso un abordaje integral de la realidad, que seguramente desnudará otros problemas sociales. Sin ese trabajo coordinado, no se construirán problemas comunes, y tampoco planes u organizaciones que la comunidad identifique como propias. Los imaginarios entonces, son una herramienta útil o un obstáculo formidable en la gestión de riesgos. La diferencia radica en conocer los imaginarios, sus diferencias y condicionantes.

No obstante, el conocimiento del riesgo no es suficiente, existe un requisito indispensable para la gestión de riesgos: *abordar los problemas con una actitud de respeto genuino para construir conjuntamente opciones de solución*, a una problemática que en su conjunto nos abarca a todos.

Partir de modelos que consideran:

- ◆ al hombre desde un punto de vista económico como ser racional, y no también como ser social, desconociendo la influencia de los elementos emocionales
- ◆ a la información como totalmente disponible sabiendo siempre hay adicionales
- ◆ que la interpretación de los consumidores / inversores / demandantes y otros sujetos es homogénea, cuando inciden factores personales, sociales, culturales, imitativos, etc.
- ◆ al mercado (del modelo) como un universo de todas las transacciones (mercado real).

es partir hacia un análisis fuertemente restrictivo del que difícilmente puedan darse conclusiones fehacientes, salvo en contextos de certeza, en los cuales el riesgo no exista o bien se considere que sus efectos son de poca significación; esto resulta inverosímil.

4. Los modelos interdisciplinarios

4.1 Un modelo financiero integrador

La construcción de modelos, que aplique el método científico y que utilice una gran dosis de creatividad (lógica lateral y pensamiento generativo), y que integren los aspectos subjetivos de las personas con los aspectos objetivos de las situaciones, es esencial para explicar mejor la realidad cambiante considerando la naturaleza, los miedos, los gustos, las preferencias, la utilidad y los beneficios / sacrificios.

Un modelo más completo y real, integrador de factores subjetivos y objetivos, que contenga el o los parámetros de comparación y brinde los ajustes por sobrevaloración o subvaloración del riesgo afectará a la tasa de corte y por ende a la valuación de activos, de negocios, de proyectos, de estrategias.

La concepción esencial es incorporar los factores denominados comúnmente “no racionales” para la evaluación de las decisiones financieras, junto con los racionales. Es decir sin hacer hincapié en diferencias específicas que limitan la visión dejando de lado importantes cuestiones, sino haciendo comparaciones marginales (o incrementales) pero luego de integrar los factores subjetivos al análisis.

En la actualidad, la mayoría de los modelos para tomar decisiones apuntan a finalidades más o menos objetivas como resulta ser maximizar el beneficio a un nivel de riesgo dado, o minimizar el riesgo para un nivel de beneficio. Sin embargo, en estos modelos, los elementos subjetivos son desechados o tratados como constantes para todos los individuos decisores sin influir de manera significativa.

En las decisiones tomadas con pura incertidumbre, el decisor no tiene ningún conocimiento, ni siquiera de la probabilidad de ocurrencia de cualquier estado de la naturaleza. En estas situaciones, *el comportamiento del decisor se basa puramente en su actitud hacia la incógnita*. Algunos de estos comportamientos son optimistas, otros pesimistas, otros son basados en criterios de arrepentimiento (Optimista: el vaso está medio lleno; Pesimista: el vaso está medio vacío; Gerente: El vaso es el doble de grande de lo necesario).

Los modelos para tomar decisiones ante incertidumbre más avanzados, consideran la aplicación de criterios subjetivos, conforme el tipo de personalidad del sujeto y de las condiciones contextuales.

Cuando las decisiones se toman con pura incertidumbre, el decisor no tiene conocimiento de los resultados de ninguno de los estados de la naturaleza y puede resultar es costoso obtener la información necesaria. En tal caso, la decisión depende meramente del tipo de personalidad que tenga el decisor.

En el análisis de un proyecto de inversión el riesgo (factor objetivo) suele distinguirse entre el riesgo de mercado y el riesgo propio del negocio. El primero es sistemático y forma parte de la tasa de corte o costo de capital manifestándose como una prima de riesgo. El segundo denominado diversificable se presenta en el flujo de fondos dado que se trabaja con el flujo de fondos probable, optimista, pesimista, etc. y estos tienen distinta probabilidad de ocurrencia en base al riesgo considerado en función de los valores de los conceptos críticos que forman el proyecto de inversión.

El riesgo es un análisis complementario en la evaluación, y desde hace tiempo es motivo de preocupación de los decisores frente a las alternativas de elección. Como se refirió, una de las formas de presentarse se da en la tasa de comparación con la tasa de rentabilidad que promete la decisión de inversión. Sabemos que sobrestimar la tasa de corte puede implicar desechar proyectos viables y a la inversa subestimarla aprobar proyectos inviables.

Sobre la base de un parámetro de comparación, que el modelo también construye, es factible ajustar en más o en menos la tasa de riesgo componente de la tasa de corte. El ajuste se debe a la valoración de los factores emocionales, intelectivos, del medio, gustos / preferencias / miedos, otros, que resultan ser distintos para el decisor individual respecto del target.

Las valoraciones de los individuos se llevan a cabo aplicando el método científico, y en el caso de elementos emocionales e intelectivos las mediciones se hacen sobre la base de test y psicometrías que debieran estar suficientemente probados para reflejar el estado personal del individuo decisor inversor antes de tomar la decisión.

Al analizar la prima de riesgo componente de la tasa de corte, a diario vemos como se esfuman gran cantidad de potenciales inversiones. La sobrestimación de esta tasa implica además la reducción de la expansión de las ventas de bienes de consumo. Por eso el método que se explica ratificará o ajustará la tasa de corte o de comparación con la prometida respecto de las valoraciones emocionales, intelectivas, preferenciales, etc de los benchmarks.

Al ser un modelo multivariante, se podrán agregar o quitar factores y elementos, previa consideración de la población, país o región, tipo social, cultural, y cualquier otro indicador distintivo.

Se comprende que el ajuste del riesgo en base a los factores contenido en el modelo, será útil tanto para los inversores (también evaluadores) de un proyecto al considerar la evaluación realizada por el grupo hacedor del proyecto de inversión, como para estos al considerar a los potenciales inversores.

El proceso comienza a partir de los inputs de las valoraciones de los sujetos como se muestra el cuadro de factores (arriba). Luego operamos con los parámetros comparables, que transitaban previamente análisis muestrales y test de hipótesis, con la finalidad de que sean representativos de la población decisora incluida en el modelo, y que también sirvan objetivamente como valor de comparación frente a los análisis individuales que el modelo ajustará.

El ajuste a la tasa prima de riesgo, y por ende a la tasa de corte, puede despejar (y también ratificar en otros casos), el camino para seleccionar o decidir. Y además, como consecuencia del ajuste en la tasa de corte, cambia el Valor Presente Neto de la inversión.

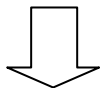
El modelo aun con supuestos y precondiciones, al integrar los elementos subjetivos con los objetivos implica un gran avance en el campo de la Economía y las Finanzas donde el comportamiento y las conductas del hombre son determinantes de su voluntad y decisión. Es la síntesis de aunar aspectos racionales y no racionales que explican la elección de un camino y en el mejor de los casos el porqué del proceso decisorio.

Aunque es sabido que en frecuentes ocasiones los modelos ocupan un lugar importante en el proceso metodológico para la elección, aún luego de su aplicación, seguirá siendo importante valorar los resultados con nuestro parecer final dado que el modelo mental que tenemos no se modificará tan rápido como el contexto que nos circunda. Cuando los modelos son un fin en sí mismos resultan ser la excusa para evitar tomar las decisiones.

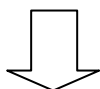
Cuadro 4. Etapas del modelo integrador de factores objetivos y subjetivos

Conociendo los Parámetros comparables calculados en base al análisis multivariable sabemos:

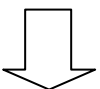
- 1) La prima de riesgo que compone la tasa de corte.
- 2) Desglosada por la incidencia de los factores impulsores .
- 3) El valor target de los elementos de cada factor



Ajuste en los Elementos de cada factor de la persona decisora



Ajuste del Factor Impulsor de la Prima de Riesgo



Ajuste de la Prima de Riesgo

Podemos conocer el ajuste de la tasa de corte por factor y por elemento

- a) por Factores Emocionales
- b) por Factores Intelectivos
- c) por Gustos y Preferencias
- d) por Factores Contextuales
- e) Otros: mencionar

- 1) ansia, miedo, angustia, destreza, habilidad, desconfianza, etc
- 2) inteligencia, capacidad, organización, etc
- 3) distintos motivadores de gustos y preferencias.(familia, personales, status,etc)
- 4) análisis del país, del sector, del grupo, de la empresa, del proyecto, etc.
- 5) Otros.

Un ejemplo sencillo

se invierte en una empresa	en un año se estima que se cobrarán \$	cuanto vale hoy?	tasa de descuento	Rf Riesgo	
persona A	10.000.000	7.000.000	43%	10%	33%
persona B	10.000.000	8.500.000	18%	10%	8%
persona C	10.000.000	9.000.000	11%	10%	1%
mercado	10.000.000				

Aplicando el modelo			tasa de descuento	Rf	Riesgo	Ajuste en Tasa	Ajuste en Riesgo
persona A	10.000.000	7.200.000	39%	10%	29%	-4%	-4%
persona B	10.000.000	8.800.000	14%	10%	4%	-4%	-4%
persona C	10.000.000	9.000.000	11%	10%	1%	0%	0%

4.2 El valor de la decisión financiera

Tomamos decisiones económicas para consumir (y ahorrar) y para invertir. Los precios de-
cimos vienen dados por el mercado, aunque en muchos de ellos seamos los principales o únicos
oferentes ó demandantes. Queremos posicionarnos en los segmentos del mercado más rentables
y más seguros, dado que son los más valiosos. Nos mueve en esa elección entre otros elementos:
la empresa más rentable que queremos comprar o invertir, las estrategias creadoras de valor de
manera sustentable y real, los proyectos de mayor utilidad y menor riesgo. En todos los casos, la
tasa de rendimiento esperada supera o al menos iguala a la tasa de costo de capital, dado que
ésta es el rendimiento mínimo (como costo de oportunidad) que estamos dispuestos a obtener.

Ahora bien, podemos, en base al modelo integrador, valorar de manera más precisa a las em-
presas, a las estrategias, a los negocios, a los proyectos, si aplicamos una tasa de costo de capital
que contenga una prima de riesgo subjetiva ponderada.

En el mercado de capitales y financieros, los inversionistas también asumen roles distintos y
pueden comprar bienes o armar una cartera de distintos riesgos y rendimientos sin adoptar pos-
turas no racionales. También pueden seguir modelos de inversiones, los que en la mayoría de los
casos, hoy en día consideran un funcionamiento perfecto del mercado, con precios similares al
valor y suficiente información disponible y homogénea, a los usuarios inversionistas que tienen
preferencias similares e la interpretan los hechos del mismo modo. Pero sabemos perfectamente,
que esto no es así, dado que nuestras preferencias y gustos están acotados por intereses particu-
lares, por nuestra cultura, por nuestra religión, por motivaciones internas, por miedo, por amor y
odio. Se ha trabajado mucho en el campo individual estudiando las emociones e impulsos; pero
no hay mucha información fiel de comportamientos de grupos o de conjunto que pueden definir
un segmento de inversión, salvo ante situaciones excepcionales, como por ejemplo, el concurso
de acreedores de una empresa, o el incumplimiento de pago de una deuda, o el análisis general
del impacto de medidas del gobierno, entre otras.

Si pudiéramos segmentar los inversionistas - conforme el valor que dan a los negocios, pro-
yectos, empresas, estrategias -, por su miedo, o en base a las restricciones culturales o religiosas,
además de encontrar (o de descartar) posibles inversores, estaríamos trabajando con un nivel de
riesgo de tipo subjetivo normalizado.

Sin desconocer que las finanzas se nutren de hechos y eventos económicos, el análisis de un
negocio finalmente debería pasar por el tamiz de la rentabilidad analizando las características
objetivas del flujo de fondos, y por el nivel de riesgo que los inversores llevan consigo incorpo-
rado que marca lo que en cada caso están dispuestos a arriesgar. Para ello, este análisis financie-
ro debería considerar una medición razonable y ajustada del riesgo subjetivo, dado que son las
personas quienes deciden sobre la estrategia, el negocio, el proyecto. En esta segmentación se
puede emplear la metodología vincular, específica al campo financiero, tomando como partida
psicografías y preferencias de los individuos que componen el mercado.

La segmentación vincular, aplicada para bienes de consumo y marcas resultó una técnica útil
y poco resistente, al estar estos conceptos más internalizados en la cabeza de las personas, res-
pecto de los bienes de capital. Sin perjuicio de ello, los instrumentos financieros y algunos pro-
ductos de títulos de deuda o valores tienen un marketing propio con conceptos que las personas
han incorporado también como el de la seguridad, el respaldo, la garantía, la fortaleza, la sol-
vencia, el rendimiento, la volatilidad, la liquidez. Adicionalmente, los emisores de estos títulos
pueden ser empresas o entidades financieras a las que también se las categoriza o califica; otro
tanto puede ocurrir con los mercados.

Desde lo económico se dice que las variaciones en los precios se corresponden con nueva in-
formación de magnitud. Desde lo financiero, sabemos que se puede revalorar la información
existente, y al igual que desde el punto de vista comercial, indicado por Wilensky, los consumi-
dores (en nuestro caso los inversionistas) podrán considerar la garantía en el caso del título 1, la
volatilidad en el caso del activo 2, el rendimiento en el caso del bien 3, etc, y también podrán

elegir el Banco A para las operaciones a plazo fijo, al Banco B para las adquisiciones de Bonos; y al Mercado argentino para las operaciones X y al Mercado europeo para las operaciones Z. Esto indica una multiplicidad de posibilidades para un mismo inversor, quién encarna a varios sujetos a la vez.

Un mercado segmentado por roles de los inversores ayudaría a determinar valores más homogéneos y menos dispersión respecto a los precios. Cuanto menos brecha haya entre el valor ajustado representativo de un grupo identificable (o de roles similares) y el precio del bien menos volátil será el precio dado que las cantidades demandadas por estos grupos se mantendrán considerando que el valor otorgado por ellos también se mantiene.

Por último, el análisis de riesgo subjetivo normalizado sería de gran utilidad en la fijación de valores actuales de proyectos o carteras de inversión, eliminando riesgos en el mercado que se traducen con castigos de precios.

Adicionalmente, los ingresos por ventas y el resto de conceptos asociados al mismo como costos variables, impuestos, etc de los proyectos de inversión también están influidos por los sujetos consumidores de estos bienes quienes los prefieren o no, y están dispuestos a dar un valor en más o en menos respecto del valor considerado como probable en el proyecto de inversión.

Esto significa que una forma de trabajar con el riesgo del negocio (diversificable) sería también ajustar el riesgo subjetivo de los consumidores a fin de valorar el flujo de fondos de ingresos y los asociados con este. Para ello, necesitamos conocer el segmento por roles que tienen nuestros clientes.

Si para ellos puede valer menos que el valor del proyecto, esto puede ser un indicador de una caída del precio por disminución de la demanda. Por el contrario si vale más podrán presentarse oportunidades con mayor rendimiento para los inversionistas.

La primera pregunta que nos hacemos como inversores, respecto de los consumidores es ¿Qué valor tienen para ellos los bienes y servicios que la empresa vende?, y luego como pasamos a la segunda en nuestro rol de inversores ¿Cuánto vale el proyecto de inversión para nosotros?.

- ◆ Si fuera islamita o hindú valdría lo mismo qué si fuera protestante o católico?.
- ◆ Si soy universitario, profesional o idóneo valoraré las situaciones que se presenten de la misma forma?.
- ◆ Si con anterioridad no tuve el rendimiento esperado en un negocio (similar o no), el nuevo proyecto se subvalorará?.

Creo que las respuestas serán distintas porque hay factores que restringen nuestras percepciones por lo que adoptamos un perfil de inversor diferente con actitudes frente al riesgo distintas. En las operaciones reales diarias ocurre esto, aún cuando los modelos económicos – financieros en uso desatiendan estos aspectos. La integración de las distintas valoraciones para lograr un valor ajustado de la tasa de riesgo subjetiva por el rol asumido posibilitará que los modelos tengan más vida útil y representen mejor la realidad.

El modelo integrador si bien se aplica a individuos que toman decisiones financieras, una variante del mismo podría considerar el comportamiento grupal u organizacional a modo de acercamiento con el mercado. Una ampliación y mayor desarrollo del mismo, puede extenderse para proyectar comportamientos de los grupos (por roles o categorías). Con el análisis multivariante podemos hacer de este instrumento, una poderosa herramienta para integrar objeto y sujeto de la decisión en los mercados de capitales dando un valor más justo a los bienes de capital y a las sinergias asociadas.

5. Aspectos racionales y no racionales en las decisiones financieras estratégicas

5.1 Síntesis final

La economía es una ciencia social. En la mayoría de los hechos económicos sea por su participación en el proceso como por la afectación que provocan los resultados trasciende el comportamiento humano. En tanto se generan situaciones nuevas, en las que no hay recetas ni programas, el hombre racional, emocional, social, cultural, percibe la “realidad objetiva” de manera incompleta. Aplica sus instintos para intentar resolver satisfactoriamente y busca en su memoria los contenidos que le posibiliten iniciar su proceso decisorio.

El hombre en situación de decisión fue construyendo la realidad habiendo previamente elaborado modelos mentales y empleando patrones de conducta. Esto explica en parte el condicionamiento para percibir de tal o cual modo, en tanto que se agrega además que no podemos acceder a toda la realidad. El contexto se mueve y no sabemos certeramente hacia dónde va.

Sin la creación de nuevas y posibles alternativas y ante un entorno cambiante nuestras decisiones difícilmente maximicen el valor de nuestro objetivo. Sin embargo, el proceso decisorio es irreversible si tenemos la intención de alcanzar los fines pretendidos. Incluso, aún cuando el recuerdo de situaciones experimentadas y la elaboración interna de los hechos previos no hayan sido coincidentes con la realidad percibida – lo que suma un nuevo inconveniente - transitaremos por el proceso de decisión para intentar cumplir los objetivos predefinidos.

Antes de los hechos, pero luego de listar los posibles cursos de acción, aplicamos criterios de decisión, premoldeados por nuestros modelos mentales, es decir por nuestra personalidad, nuestra cultura, nuestra experiencia de vida y seleccionamos previa evaluación la alternativa conveniente que creemos provocará una satisfacción respecto del estado inicial o de otro estado posible que pudiese acontecer. La evaluación de las alternativas se practica también en un contexto de complejidad externa e interna.

La puesta en marcha de la alternativa elegida producirá resultados en el contexto sistémico presente. Se afectarán otras variables con mayor o menor correlación y nuevamente un nuevo marco externo se habrá formado. La dinámica de los cambios producidos serán producto de nuestra intención al llevar a cabo los pasos de la alternativa seleccionada, como también de:

- ◆ las acciones de otros sujetos decisores que comparten el sistema
- ◆ las inestabilidades de la naturaleza
- ◆ los intercambios de energía entre los seres vivos y el contexto
- ◆ los efectos residuales de acciones anteriores

Nos damos cuenta, también aquí, que la interpretación de los resultados es una actividad compleja tanto desde un punto de vista externo como interno. Gustos, preferencias, necesidades, marcan a fuego la percepción de los hechos, la generación de alternativas, la aplicación de criterios para la elección y la interpretación de los resultados.

5.2 El avance en los últimos tiempos

Una nueva concepción del valor de las decisiones se presenta al considerar los factores subjetivos de las personas. La emoción, la religión, la personalidad, la cultura, la influencia social, la experiencia personal, son factores críticos que explican por qué percibimos e interpretamos de un modo y cómo decidimos.

El premio Nobel, Herbert Simon, lanzó el problema de la racionalidad limitada revalorizando los procesos de optimización para obtener la satisfacción buscada. La maximización objetiva es una utopía a la que no vamos a renunciar en tanto estemos decidiendo.

Luego, la macroeconomía preocupada por la persistencia de los desequilibrios, los *behaviorists* comenzaron a analizar los comportamientos de los mercados según los segmentos que conforman los consumidores con sus ideologías y los efectos de las crisis sean naturales o intencionales. Agregamos a esto, que los productores asumen riesgos en los negocios que llevan a cabo y que detrás de un verdadero emprendimiento hay una personalidad específica con una actitud determinada frente al riesgo. Cuando se dice que el mercado es una creación social tenemos presente, que no tan sólo hay transacciones con intercambio de bienes a un precio dado, sino que hay una motivación para la participación y el logro de voluntades por parte de las personas.

La teoría de los juegos exterioriza la formulación e interpretación de estrategias de una forma fría y dura. Con esta teoría se afectó la interpretación económica al incorporar la utilidad del decisor, total o marginal, en las decisiones sobre rendimiento económico. Si bien en los contextos estratégicos se convive con el cambio, y en este sentido esto implica utilizar una herramienta poderosa, las carencias se presentan por el lado de los factores subjetivos excluidos del análisis, al despersonalizar a los jugadores. En este sentido, Gregory Bateson – considerado el primer pensador sistémico de las ciencias sociales – critica la teoría de los juegos porque:

- a) Las reglas de un juego determinado no son siempre estables aún dentro de los límites de un teorema dado.
- b) Los recursos para resolver problemas no son permanentes, ni todos los involucrados cuentan con todos los recursos necesarios.
- c) Las preferencias de los sujetos no son constantes ni monótonas ni activas.
- d) Si la naturaleza fuese un jugador, tendría reglas de juego, recursos sin restricciones y preferencias. Sin embargo, sabemos que siempre hay cambio de reglas, que nunca se termina de aprender, por lo que para la Naturaleza no tiene sentido maximizar; en otras palabras, para que la Naturaleza fuese un jugador debería preferir lo probable a lo improbable, lo estable a lo inestable, lo simple a lo complejo; y esto no es así.

La teoría de los juegos, supone condiciones estáticas con movimientos infinitesimales y evolución nula, lo que implica que los contextos no son dinámicos y que no es posible el aprendizaje.

El filósofo francés Bergson, expresó claramente que la *realidad quieta* es la que se emplea para el análisis, en tanto que la *realidad fluyente* es la que se capta para comprender; este tipo de intuición es de tipo viviente y se da con independencia de la voluntad para alcanzar nuestros deseos (volitividad–intuición volitiva / Dilthey), aunque sepamos que antes de pensar deseamos. De manera genérica, al estudiar las partes y el todo, Husserl en su sistema fenomenológico, dice que la intuición es la captación de la esencia general de las cosas.

De esta forma podemos distinguir entre intuición científica y corazonada o acto de ingenio.

Los psicólogos Daniel Kahneman (Premio Nóbel 2002) y Amos Tversky, han incorporado una serie de aspectos producto de investigaciones psicológicas en las ciencias económicas. De esta manera, se enriquece el proceso decisorio bajo las condiciones de incertidumbre. Ellos propusieron que la gente utiliza métodos heurísticos para sopesar las probabilidades de los acontecimientos o para estimar las propiedades de los objetos. En los problemas que se resuelven aplicando esta metodología heurística, a menudo hay inferencias estadísticas que las personas deberían hacer a partir de información que se les da; pero las personas, sortean estas inferencias y generan nuevas probabilidades. Kahneman y Tversky describieron tres heurísticos: representatividad, disponibilidad y anclaje. En el primer caso, se juzgará que una persona, cosa o acontecimiento es un miembro de la clase a cuyos miembros estereotípicos se parece, sin tener en cuenta otra información, como los tamaños relativos de todas las clases de las que podría ser miembro. Las personas no consideran las probabilidades previas de ocurrencia. En el segundo caso, la probabilidad de que ocurra un suceso, es juzgada por el decisor mediante la facilidad con que puede evocarse los ejemplos que la persona tiene en su memoria. Están disponibles y por eso se sobreestima la frecuencia de acontecimientos (publicidad). En el tercer caso, se da que las personas a menudo hacen estimaciones de las probabilidades tomando un valor inicial denominado

anclaje y hacen ajustes a partir de él. Los ajustes pueden ser insuficientes y por ende afectar el verdadero juicio.

El tratamiento del riesgo sin considerar a los factores subjetivos implica desconocer la dialógica orden – desorden; estabilidad – inestabilidad; equilibrio – desequilibrio; es decir se estaría trabajando en escenarios teóricos inexistentes.

Si el riesgo, como propicio, es un emergente subjetivo, siempre habrá situaciones dialógicas con procesos a analizar sincrónicamente y diacrónicamente, en tanto lo estratégico dará cuenta de la presencia de la incertidumbre que aqueja al sujeto decisor. Así como lo deductivo y analógico da lugar a lo inductivo, se debe reconocer la existencia de procesos inconscientes que actúan y se expresan con otros procesos conscientes en el circuito sistémico decisorio.

Una de las operaciones más importantes en el marco económico es la compra de empresas. En ellas, al igual que en la evaluación de los proyectos de inversión el valor de la misma suele calcularse a partir del futuro flujo de fondos. En ocasiones resulta necesario, calcular como elemento de este flujo financiero un valor terminal, definido como: $FF_n / i = \text{perpetuidad}$.

Primeramente, el porcentaje del valor terminal actualizado respecto del valor actual total suele ser un indicador del grado de riesgo del valor del activo evaluado, por lo que captamos que a mayor peso del valor terminal el riesgo será también mayor. En segundo lugar, estamos incluyendo el concepto de infinito sin considerar perturbaciones durante el período de análisis (del momento n a la eternidad). A modo de crítica, difícilmente no las haya, pero además el valor terminal es un concepto difícil de comprender, dado que viene del infinito para ser empleado en las decisiones actuales. Por otro lado, la no consideración del valor terminal no resuelve la cuestión. En este sencillo ejemplo, que incorpora una decisión económica – financiera importante se involucra el riesgo como un emergente subjetivo modificador del valor del activo que se pretende medir. Dependerá de la persona y su actitud frente al riesgo, la decisión de si los resultados a que se arriben hacen viable el curso de acción bajo análisis.

5.3 Las decisiones estratégicas financieras

El rendimiento requerido óptimo, surgirá de la síntesis entre los factores racionales y no racionales en el cual se hallan en equilibrio tanto los elementos objetivantes (como el precio en el mercado versus el valor que el sujeto decisor otorga), como los elementos subjetivantes (como los gustos, preferencias y miedos).

En la siguiente Matriz del Inversor Equilibrado se observa que las decisiones de mayor trascendencia en la empresa, (al igual que para el sujeto individual), se obtienen en la intersección del Equilibrio de Factores Racionales y No Racionales a un precio de mercado, equivalente al valor que tiene para el individuo y / o la comunidad.

Los ajustes de valoración sean por sobrevaloración de gustos y preferencias, o por subvaloración a causa de miedos se calculan sobre la base del modelo de integración de factores racionales y no racionales de búsqueda de Decisiones Óptimas explicado previamente.

Cuadro 5. Matriz del Inversor Equilibrado

Decisor	Rentabilidad del Negocio ^(x)		
	RR < Sobrevaloración	RR = al R.Óptimo Parámetro Óptimo	RR > Subvaloración
Fundamentándose en factores no racionales (emocionales, sociales, culturales, etc.)	Mayor peso de los gustos y preferencias	Equilibrio de gustos, preferencias y miedos.	Mayor incidencia de miedos por experiencia propia
Sólo pseudo objetividad "racional"	Oportunidad de inversión: valor > precio.	valor = precio	Inversión frustrada: valor < precio
Integrando Factores Intelectivos, Emocionales, Culturales, Sociales	Ajuste del Riesgo Subjetivo por sobrevaloración por gustos y preferencias.	Decisiones y Estrategias Óptimas	Ajuste del Riesgo Subjetivo por subvaloración por miedo.

(x) RR= rendimiento requerido

REFERENCIAS

- Ricardo Berganza, *Los imaginarios en la gestión del riesgo*
 Daniel Coleman, *La inteligencia emocional*, Javier Vergara, 1996
 Antonio Damasio, *Sentir lo que sucede*, Editorial Andrés Bello, 2000
 Michael S. Gazzaniga, *El pasado de la mente*, Editorial Andrés Bello, 1998
 Hossein Arsham, *Modelos probabilísticos del análisis de la decisión*
 Kemp R., *Risk Perception: The assessment of risks by experts and by lay people (a rational comparison?)*
 Joseph Le Doux, *El cerebro emocional*, Ariel-Planeta, 1999
 Lennart Sjoberg y Britt Marie Drotz-Sojberg, *La percepción del riesgo*
 Guillermo Onitcanschi, *Valuación de empresas*, Errepar, 2000
 Herbert Simon, *El comportamiento administrativo*
 Slovic, Fischhoff y Lichtnstein, *Facts and fears: understanding perceived risk*
 Starr C., *Social benefit versus technological risk*
 Gustavo Tapia, Tesis Posgrado de Especialización Financiera FCE UBA: Aspectos racionales y no racionales en las decisiones financieras, 2002