

# **LA CRISIS FINANCIERA Y LAS FINANZAS DE EMPRESAS**

**Ricardo A. Fornero**

## **DOS ASPECTOS**



**La crisis como un test del impacto de las “fricciones” en los mercados , en comparación con un “mundo Modigliani-Miller”**



**La estimación del costo de capital con datos que pueden contener “aberraciones” generalizadas**



### **Kashyap y Zingales**

**“La crisis financiera de 2008 ha resaltado la importancia de las desviaciones con respecto a los supuestos de Modigliani y Miller; es decir, ha resaltado la importancia de las finanzas de empresas.”**

(The 2007–08 financial crisis: Lessons from corporate finance, Journal of Financial Economics, september 2010)



### **La condición MM más importante**

***El valor del flujo de fondos subyacente de un título es invariante a su re-empaquetamiento (repackaging)***

**Esto parece contrastar con**

**La titulización masiva en los años 2000**

**El re-empaquetamiento bancario: vender préstamos en un importe mayor que el costo de generarlos**

**El efecto persistente del marketing financiero**

**La notable persistencia de las asimetrías de información (*lemons discount*)**

**El rol de los “participantes de reputación”**



### **Otra “fricción”**

#### ***Las restricciones para obtener financiamiento con capital propio***

**Los participantes (típicamente bancos y otras instituciones) que están en posición de anticipar que algunos activos comienzan a estar subvaluados no pueden comprarlos porque en el proceso previo de titulización usaron al máximo su capital propio y no pueden aumentarlo**

**Entonces**

**la restricción de capital profundiza la disminución de precio de algunos títulos durante la crisis, y se manifiesta también en otros (bonos y acciones)**



### ***La “estructura” de capital y el proceso de inversión***

**Un estudio (por cuestionario) de 1.050 empresas de 39 países, en el último trimestre de 2008 (Campello, Graham y Harvey) muestra las diferencias significativas que aparecen entre las empresas según el impacto de las restricciones financieras durante la crisis**

**“La crisis exagera el grado en que las empresas vinculan la disponibilidad de fondos con la capacidad de generar y aprovechar oportunidades de inversión atractivas.”**



### ***La “estructura” de capital y el proceso de inversión***

**Las empresas con más restricciones financieras durante la crisis de crédito recortaron sus inversiones.**

**Casi todas dejaron de generar proyectos, y más de la mitad cancelaron inversiones planeadas que consideraban valiosas (en términos de rentabilidad futura)**

**(Campello, Graham y Harvey)**



### **Conclusión**

**“El perdurable legado de MM es que un re-empaquetado de riesgo en diferentes títulos, no lo elimina.”**



## **La estimación del costo de capital**

**Roger Grabowski**

**“Probablemente, aberraciones temporarias en muchos de los inputs de los modelos tradicionales durante este período de crisis económica requiere que los analistas apliquen más rigor y escrutinio al desarrollar las estimaciones del costo de capital.”**

**(Cost of capital estimation in the current distressed environment, JARAF, 2009)**



## **La estimación del costo de capital**

**La tasa de bonos sin riesgo (de EEUU y Europa) a fines de 2008 era 3%**

**En esa época, Grabowski recomendaba una estimación de 4,5% (incluyendo inflación, que consideraba que no sería tan baja como la expectativa incluida en la tasa)**

**Los pronósticos de tasas realizados en los primeros meses de 2009 no acertaron mucho: las tasas siguen en el rango 2,5% a 4%**



## **La estimación del costo de capital**

**En la medida del adicional por riesgo del mercado y del coeficiente beta, hay algún paralelo con lo que pasó en los últimos años de los '90, con los aumentos de valor, y a principios de los 2000, al corregirse esas valuaciones (en especial, de las empresas de la “nueva economía”, de tecnología y comunicaciones) Esa corrección, por el efecto en los índices, afectó las mediciones para todas las empresas**



## **La estimación del costo de capital**

**Acontecimientos como las burbujas y las crisis mejoran los elementos que se consideran para analizar las medidas estadísticas en que se basan las estimaciones:  
profundizan la consideración de la “anatomía” de los rendimientos**



## **La estimación del costo de capital**

### **Estimación en 2010 del adicional por riesgo del mercado**

|                             |                  |
|-----------------------------|------------------|
| <b>Promedio 1963-2009</b>   | <b>4,25%</b>     |
| <b>Estimación Grabowski</b> | <b>5,5% - 6%</b> |



## **La estimación del costo de capital**

### **El coeficiente beta**

**Las condiciones supuestas del endeudamiento para corregir beta (levered / unlevered) ocasionan problemas de medición en este caso**

**Las grandes fluctuaciones de precios hacen que la estimación sea muy sensible al período (incluso más que lo habitual)**

**Grabowski y Pratt recomiendan la fórmula de Miles / Ezzell (1980)**



## **La estimación del costo de capital**

### **El costo de capital promedio ponderado**

**También hay problemas con el valor del “escudo fiscal” (por las posibles pérdidas durante el período recesivo)**

**Grabowski recomienda el uso de una fórmula de Vélez-Pareja (2008) para reflejar este hecho**



## **Conclusión**

**Al menos por ahora, el ambiente “de crisis” no produce efectos en las prácticas para la medición del costo de capital**