



SOCIEDAD ARGENTINA DOCENTES EN ADMINISTRACION FINANCIERA

## ARQUITECTURA FINANCIERA

*Stewart C. Myers*

CUADERNOS DE FINANZAS **50**

DOCUMENTOS DE TRABAJO DE SADAF

Financial architecture

*European Financial Management*, vol.5, 1999

Traducción: Ricardo A. Fornero

Marzo 2000

# ARQUITECTURA FINANCIERA

**Stewart C. Myers**

*MIT Sloan School of Management*

Este texto fue preparado para la reunión de Lisboa de la European Financial Management Association (EFMA). El original se titulaba “Estructura financiera”, pero este título suena demasiado a “estructura de capital”. “Arquitectura financiera” puede no ser el nombre ideal; parece demasiado estático. Otros candidatos son “diseño financiero” y “organización financiera”. La denominación “ingeniería financiera” ha sido utilizada para otro propósito.

Usted debe estar esperando una exposición acerca de la estructura óptima de capital. En 1984 escribí un ensayo que resumía las principales líneas de indagación acerca de este punto (“The search for optimal capital structure”, “la búsqueda de la estructura óptima de capital”). En 1990 hice otro con aspectos adicionales (“Still searching for optimal capital structure”, “Aún buscamos la estructura óptima de capital”). Es el momento de una secuela.

Este ensayo puede denominarse “basta de buscar la estructura óptima de capital” (“stop searching for optimal capital structure”). Una vez que se establece la arquitectura financiera, la estructura de capital, definida como la mezcla de títulos de deuda y de capital utilizados para financiar la inversión, es algo de segundo orden. La estructura de capital se adapta a la arquitectura financiera, y no a la inversa.

¿Qué quiero significar con “arquitectura financiera”? Le diré que hay que esperar un poco. Es mejor empezar con ejemplos en vez de definiciones. Consideraré dos. Primero, ¿por qué las empresas de alta tecnología van a la oferta pública? Segundo, ¿por qué los conglomerados de empresas de propiedad abierta están desapareciendo en los Es-

tados Unidos, pero florecen con otras formas? Después de los ejemplos intentaré una definición y algunos comentarios.

## **¿Por qué las empresas de alta tecnología van a la oferta pública?**

Hay una lista tradicional de razones para ir a la oferta pública. Primero, la oferta pública hace más fácil el acceso al financiamiento subsiguiente. Segundo, proporciona liquidez para los inversores. Tercero, proporciona una medida objetiva (si bien ruidosa) del valor de una empresa. (La investigación tradicional de la eficiencia del mercado se enfoca a cómo los inversores aprenden acerca de una empresa. La investigación en finanzas corporativas examina cuánto puede la empresa aprender del mercado de acciones.) Cuarto, las acciones con cotización son un medio más útil para compensar a los directivos. Por ejemplo, permite compensar hoy por la creación de oportunidades de crecimiento, esto es, oportunidades valiosas de inversiones futuras.

Los costos de la oferta pública incluyen tareas adicionales, papeleo, regulaciones y pérdida de privacidad. Los directivos se

lamentan que los inversores externos pueden estar poco informados, y que quizá tienen una perspectiva de corto plazo.

El costo más importante, al menos para las empresas maduras y generadoras de efectivo, parece ser la separación de la propiedad y el control. El control efectivo por parte de inversores externos dispersos es difícil. Los costos de información, seguimiento y acción colectiva hacen inevitable los efectos de agencia. En consecuencia, los directivos no maximizan el valor. Con propiedad cerrada y control más estricto, como en las compras con endeudamiento (LBOs), esto puede evitarse.

Mi escritorio en el MIT tiene una vista, más allá del río Charles, del Prudential Center. Su valor de mercado es varios cientos de millones de dólares, probablemente más de mil millones. Si el "Pru" fuera organizado como una empresa de acceso libre podría ir a la oferta pública, y transarse como una acción de capitalización media (mid-cap). Aún es una empresa de propiedad cerrada.

MIT también está rodeado por empresas biotecnológicas, algunas de las cuales cotizan sus acciones. Estas empresas fueron a la oferta pública cuando eran puros juegos de investigación y desarrollo (R&D). La mayoría permanece como empresas de capitalización pequeña (small-cap).

¿Por qué las empresas biotecnológicas y otras de alta tecnología fueron a la oferta pública tan pronto, cuando sus productos no estaban sólidamente establecidos ni eran rentables, y algunos riesgos del negocio potencialmente fatales no se habían resuelto? Los costos de información y seguimiento parecen enormes. ¿No serían similarmente grandes los costos de agencia? ¿Por qué los inversores en el mercado de acciones no prefieren las inversiones inmobiliarias comerciales, incorporando endeudamiento en su cartera si quieren más actividad y excitación, dejando a los inversores privados las empresas de alta tecnología y posible crecimiento?

La razón es que la propiedad cerrada de largo plazo es una arquitectura financiera no adecuada para las empresas de alta tecnología. Veamos un ejemplo. Imagine una tecno-

logía potencialmente innovadora para producir gargarizadores. Esto empieza con un emprendedor-científico que está dispuesto a invertir su trabajo y afrontar el riesgo de que el negocio falle, pero que no tiene suficiente dinero para mantener la mayoría del capital de la empresa. El dinero para el lanzamiento proviene de un inversor financiero privado. (Se supone que el negocio no puede ir a la oferta pública en su mismo inicio. En el lanzamiento los costos de información y de potencial selección adversa son tan grandes que sólo funciona la propiedad concentrada.)

El plan del negocio tiene cinco etapas:

1. Experimentos para probar que la tecnología y el proceso de producción funcionan
2. Producción y ventas piloto
3. Mejorar el producto y plantear la manufactura en escala mayor
4. Producción y comercialización de gargarizadores en gran escala
5. Desarrollo y venta de productos posteriores

Considero que el emprendedor es esencial en las etapas 1 y 2, valioso en la etapa 3, útil pero reemplazable en la etapa 4, y no necesario en la etapa 5.

La empresa empieza con capital humano. Si tiene éxito se crea un activo intangible: la tecnología involucrada en el diseño del producto, el proceso de producción utilizado, y la reputación del producto entre los consumidores. Este activo se separa de la gente que lo ha creado, y los inversores financieros pueden poseerlo. El negocio no puede obtener dinero externo de otra manera. Pero una vez que el activo existe separadamente la gente que lo ha creado pierde mucho de (o todo) su poder de negociación.

Por supuesto que el emprendedor puede tener acciones de la nueva sociedad. Pero, ¿cuánto vale un interés minoritario en una empresa de propiedad cerrada? Si bien no es cero, es mucho menos que si la empresa cotiza sus acciones y éstas están ampliamente distribuidas. (Un interés mayoritario para el emprendedor ayudaría a resolver los problemas de incentivos que se plantean en este

ensayo. Sin embargo, podría hacer mucho más difícil obtener el dinero inicial de inversores privados.)

Los problemas de incentivos en esta situación son importantes. El emprendedor está dispuesto a trabajar en el lanzamiento y a aceptar grandes riesgos personales. No habría interés en hacer esto si no se puede obtener una participación suficiente en el valor ex post de la empresa.

Los incentivos son más fuertes si el emprendedor sabe que la empresa irá a la oferta pública. La propiedad dispersa reduce el poder de negociación ex post de los inversores externos.

¿Pero cómo puede estar seguro el emprendedor de que el inversor financiero privado inicial llevará la empresa a la oferta pública? Una promesa puede no ser creíble. He mostrado (Myers, 1998) que, con supuestos razonables, el inversor financiero privado decidirá la oferta pública. Si mantiene la propiedad cerrada los incentivos actúan en contra y el valor de la empresa para el inversor privado se reduce. Por tanto, el inversor financiero inicial vende su participación a accionistas en el mercado. (Burkart y otros, 1997, también han estudiado el valor de la propiedad dispersa para preservar los incentivos de los directivos y los emprendedores.)

Advirtamos la importancia de ir a la oferta pública en el momento correcto, después de que se haya demostrado el potencial, pero antes de que la contribución humana del emprendedor se haya completado. Hacer oferta pública demasiado pronto plantea dificultades insalvables de información a los inversores externos. Pero si el inversor financiero privado espera demasiado los incentivos para la oferta pública pueden desaparecer. El inversor no puede sentarse firmemente en la etapa 2 del plan del negocio con una promesa de ir a la oferta pública después, digamos en la etapa 3. Esta promesa podría no ser creíble, y los incentivos del emprendedor podrían desaparecer.

Hagamos un resumen. Las empresas de alta tecnología con perspectivas de crecimiento van pronto a la oferta pública para reducir el poder de negociación ex post de

los inversores externos. Cuando el valor depende de los logros humanos y el riesgo de falla es alto, los propietarios internos (emprendedores, científicos y otros responsables de transformar las ideas en productos o servicios rentables) ofrecen una cobertura creíble.

Los inversores internos y externos están co-invirtiéndolo. Los inversores financieros aún pueden ser capaces de obtener la mayor parte de las ganancias posteriores. Sin la perspectiva de la oferta pública los propietarios internos no estarían dispuestos a invertir su trabajo y afrontar el riesgo de que el negocio falle. (La arquitectura financiera de una sociedad que se inicia reasegura al emprendedor de que la misma irá a la oferta pública más pronto si es suficientemente exitosa. La oferta pública permite a los inversores financieros privados recuperar su inversión, y los socios internos obtendrán lo que les corresponde. Las vidas de estos socios son limitadas; por tanto, los inversores privados no se pueden mantener en la empresa indefinidamente.)

Por supuesto, también es necesario que los inversores financieros están protegidos después de la oferta inicial. Estoy suponiendo al menos un conjunto básico de salvaguardas legales e institucionales para los accionistas dispersos. También deben existir potencialmente activos que sean obtenibles por estos accionistas.

Pensemos de nuevo en las biotecnológicas. Las condiciones suficientes para que vayan pronto a la oferta pública son:

- Los inversores externos son pacientes y pueden diversificar. (Las empresas biotecnológicas de propiedad abierta son un importante contraejemplo para la afirmación de que los inversores en el mercado de acciones de los Estados Unidos son generalmente miopes y orientados al corto plazo.)
- Los retornos de los propietarios internos dependen del precio de la acción, y hay suficiente para todos si la I&D tiene éxito. Los intereses de los inversores internos y externos están alineados.
- Los inversores externos no están preocupados por el hecho de que los in-

ternos pueden capturar o asignar inadecuadamente el flujo de fondos disponible. (En las empresas biotecnológicas en sus etapas iniciales no hay mucho dinero que ingrese.)

- Si la I&D tiene éxito el valor del producto es obtenible por los inversores externos. El producto está patentado, es una droga o una terapia aprobada. Los inversores externos están protegidos del robo, transferencia o expropiación.

Ahora volvamos al Prudential Center. Digo que es de propiedad cerrada porque el valor de su activo no depende mucho del capital humano, del esfuerzo o la asunción de riesgo. (El desarrollo del Prudential Center está sustancialmente completado. Si no fuera así los componentes humanos podrían ser esenciales para el valor del activo. Este podría ser el caso de una empresa de propiedad abierta para un desarrollo inmobiliario.)

Entonces, no es necesario reducir el poder de negociación de los inversores financieros con la dispersión de la propiedad. Y si el Prudential Center fuera a la oferta pública la separación de propiedad y control haría aparecer costos de agencia, por ejemplo, los problemas del flujo de fondos disponible presentados por Michael Jensen (1986). Por tanto, la propiedad cerrada es mejor. (Por supuesto, hay otras razones para que una empresa inmobiliaria comercial cotice sus acciones. Por ejemplo, proporciona una "clase de activos" distinta, que los inversores valoran porque ayuda a su diversificación.)

## Conglomerados

Comienzo con una descripción esquemática de la historia de los conglomerados en los Estados Unidos. Planteo los trazos más gruesos, y sé que hay excepciones para casi cada punto. Pero creo que en conjunto la historia es exacta.

Soy lo bastante viejo como para recordar los años 60 y principios de los 70, cuando conglomerados como Litton, LTV, Tenneco, Gulf & Western y ITT fueron los pa-

radigmas. Se suponía que podrían llevar una dirección centralizada mejor a las empresas adormecidas o tolerantes que adquirirían, y reinvertir el flujo de fondos eficientemente en el mercado de capital interno de la corporación. También se suponía que la diversificación reducía el riesgo, y que el crecimiento de las ganancias por acción generaría ganancias de capital para los accionistas.

Los conglomerados no fueron historias exitosas. La dirección superior pudo haber agregado valor en algunos casos, pero las sinergias continuas fueron raras. El conjunto fue menos valioso que la suma de las partes. La mayoría de los conglomerados puros fueron desarmados en los años 80. Algunas de sus divisiones terminaron en compras con endeudamiento (LBOs).

Ahora parece que hay acuerdo general de que el foco es mejor que la diversificación, al menos en los Estados Unidos. Comprendemos ahora que la diversificación encarada para reducir el riesgo no agrega valor; los accionistas pueden diversificar mucho más eficientemente por sí mismos. Uno puede formular argumentos teóricos acerca de los mercados internos de capital (ya que pueden evitar los problemas de información que impiden el acceso al capital externo, ver Myers and Majluf, 1984), pero en la práctica parece que asignan el capital de un modo inadecuado.

Los mercados internos de capital son una forma de planeamiento central, en la cual el presupuesto de capital está determinado por las políticas de la empresa en vez de la economía. Las divisiones rentables terminan subvencionando a las más débiles. Berger and Ofek observan que los conglomerados con divisiones en sectores con pocas perspectivas de inversión tienden a sobreinvertir en estas divisiones. Mientras mayor es la inversión, más grande es el descuento por conglomeración (es decir, más grande es la diferencia entre el valor del conjunto con respecto al valor de las partes). (Berger and Ofek, 1995) Este es sólo un ejemplo de la investigación reciente, que concluye que las empresas diversificadas no invierten eficientemente. (Otros ejemplos

son los estudios de Lamont, 1997, y Scharfstein, 1997.)

Los conglomerados enfrentan problemas adicionales. El valor de mercado de sus divisiones no puede observarse independientemente, y es difícil establecer incentivos para los directores de división. Esto es particularmente serio cuando los directivos se enfrentan a la decisión de comprometer capital humano en negocios riesgosos. Por ejemplo, ¿cómo podría un lanzamiento biotecnológico ser una división en un conglomerado tradicional? ¿Sería el conglomerado tan paciente y tolerante al riesgo como los inversores en el mercado de acciones? Tal vez, pero tengo mis dudas.

¿Cómo serán retribuidos los emprendedores internos (incluyendo los científicos y clínicos que hacen la I&D biotecnológica) si tienen éxito? Es difícil pagarles con un gran bonus, porque el conglomerado no sabe cuán valioso es ese éxito, en términos de valor de mercado, y porque los emprendedores internos no tienen un poder de negociación significativo, con respecto a otros directores de división, una vez que la I&D se completa exitosamente.

Con esto no quiero decir que la innovación de alta tecnología y la toma de riesgo es imposible en los conglomerados de propiedad abierta; pero las dificultades son evidentes. (Es importante señalar que las dificultades amenazan la innovación de alto riesgo en cualquier empresa grande de propiedad abierta, y no sólo en los conglomerados puros.)

### **Conglomerados estadounidenses exitosos**

Hay, sin embargo, una clase de conglomerados exitosos. Son las compañías de capital privado y las sociedades que invierten en capital de riesgo, incluyendo LBOs. Esto comprende organizaciones independientes tales como Kohlberg, Kravis, Roberts (KKR), así como grupos bancarios comerciales y de inversión.

Puede parecer extraño que se consideren conglomerados las sociedades de capital de riesgo y las que hacen compras con endeudamiento, pero ellas se ajustan a la defi-

nición: buscan la diversificación no relacionada. Por ejemplo, en 1998 uno de los fondos LBO de KKR incluía compañías de publicaciones, comunicaciones, alimentos, administración de hospitales, seguros, equipos de transporte y varios sectores más.

Dicho esto, hay una diferencia obvia entre estos conglomerados privados y sus contrapartes con cotización. Las compañías de inversión privada son conglomerados temporarios. Su estrategia es comprar, mejorar y entonces vender. No compran y administran en el largo plazo.

Baker and Montgomery (1996) hacen un estudio detallado de las diferencias entre las organizaciones de LBO y los conglomerados tradicionales (su título es “Conglomerados y asociaciones LBO: una comparación de formas organizacionales”; yo hubiera dicho “una comparación de arquitecturas financieras”).

Las principales diferencias son:

- Las organizaciones de LBO invierten mediante fondos con plazo limitado que se organizan como sociedades cerradas. Cada fondo está obligado a vender, llevar a la oferta pública, o disponer de cualquier otra forma las empresas de su cartera, usualmente dentro de los 10 años. Los conglomerados son sociedades con cotización diseñadas para comprar y mantener en plazos largos.
- No hay un mercado interno de capital en los fondos de LBO. Las ganancias de una empresa no pueden ser invertidas en otra. Los acuerdos de asociación del fondo prohíben la reinversión.
- Los fondos de LBO tienen un staff corporativo no jerárquico que evalúa los planes y el desempeño.
- Los directivos de los LBOs tienen intereses accionarios en sus compañías, y no en la cartera de empresas del fondo. Las compensaciones dependen del valor de salida de las empresas, es decir, de sus valores de mercado. En un conglomerado las compensaciones dependen principalmente de las ganancias.

Esa comparación entre ambos tipos muestra cómo la arquitectura financiera se adapta a los requerimientos. Las organizaciones de capital privado se diseñan para crear, construir o reformar compañías, no para mantenerlas y dirigirlas indefinidamente. Sospecho que parte de la motivación original para formar conglomerados como Litton y Textron fue similar (construir y reformar), pero se eligió la arquitectura financiera equivocada. Litton y Textron podrían haber sido conglomerados temporarios. Hemos aprendido que el foco es mejor que la diversificación no relacionada cuando la tarea es dirigir una compañía con cotización en el largo plazo.

Fuera de los Estados Unidos, y especialmente en las economías no tan desarrolladas, el camino parece ser otro. Los conglomerados están por todas partes. En algunos países, como Corea, los conglomerados son la arquitectura financiera dominante. Esto puede deberse a que el ambiente económico y financiero es diferente, o a que la tarea es diferente.

Hay una lista estándar de razones por las cuales los conglomerados pueden tener sentido en las economías emergentes. Primero, el tamaño puede ser una ventaja para el acceso a los mercados financieros internacionales y para atraer a los directivos profesionales. En las economías más pequeñas el tamaño puede requerir la diversificación no relacionada.

El tamaño también proporciona poder político, que es especialmente importante en economías “dirigidas”. Khanna and Palepu (1998) sugieren que los conglomerados grandes pueden “proteger los derechos de propiedad (de los emprendedores) en países donde la protección legal es ineficiente o caprichosa”. En los Estados Unidos las empresas con perspectivas de crecimiento van a la oferta pública para proteger a los emprendedores de los inversores financieros privados; en otros lugares los conglomerados pueden ser una forma de proteger a los emprendedores del gobierno.

Pienso que los conglomerados más eficientes y exitosos en las economías emergentes serán temporarios. (Defino el éxito

como valor de mercado agregado, no sólo como tamaño y supervivencia.) Los conglomerados en algunos países, Argentina y Chile por ejemplo, parecen haberse formado por razones oportunistas, no estratégicas: la oportunidad de ofertar en una privatización, o de comprar y modernizar una empresa de familia, adormecida pero bien establecida, o de tomar ventaja de alguna desregulación haciendo algo que no estaba permitido antes. Estas son oportunidades para crear, construir o reformar negocios. El éxito no requiere mantenerlos en el largo plazo. El peligro, por supuesto, está en utilizar arquitecturas financieras que no impiden el mantener y administrar esos negocios en el largo plazo.

### **Arquitectura financiera**

La arquitectura financiera es más amplia que el control societario o el gobierno societario. El gobierno se enfoca en el modo en que se expresan y protegen los intereses de los inversores, manteniendo constante la arquitectura financiera. El control societario se ha visto principalmente en las fusiones y adquisiciones de empresas de propiedad abierta en los Estados Unidos. Pero la investigación actual que compara el control y el gobierno societarios en diferentes países es realmente el estudio de las diferencias en la arquitectura financiera.

La arquitectura financiera es el diseño financiero completo de los negocios, incluyendo la propiedad (concentrada vs dispersa), la forma de organización legal (corporación o sociedad personal), los incentivos, el financiamiento y la asignación de riesgo.

La mayor parte de la teoría y la práctica estándares de las finanzas corporativas se ha desarrollado teniendo en cuenta una arquitectura financiera particular: la de una empresa de propiedad abierta en un país como los Estados Unidos o el Reino Unido, con mercados financieros bien desarrollados.

Pero aún en estos países hay otras arquitecturas distintas y exitosas. He mencionado los lanzamientos de empresas de alta tecnología, el capital de riesgo y los fondos

de LBO, y la inversión privada en empresas inmobiliarias. Hay otras. Por ejemplo, las empresas de consultoría legal y empresarial, las cuales permanecen cerradas porque la mayor parte del valor está permanentemente fijado en el capital humano. Los activos se van a la playa de estacionamiento todas las noches, y hay muy poco valor apropiable por inversores financieros externos. (Varias empresas de consultoría, como Hagler-Bailly y Charles River Associates, han ido recientemente a la oferta pública, quizá en un intento de probar que estoy equivocado. Veremos cómo les va con su nueva arquitectura financiera.)

Los bancos de inversión son otro caso interesante porque requieren una gran co-inversión de capital humano y financiero. Estas empresas tienen que reconciliar dos derechos residuales, el retorno a los accionistas y la magnitud de los premios anuales.

Fuera de las economías desarrolladas y titulizadas las arquitecturas financieras se multiplican: los keiretsus japoneses, los chaebols coreanos, las compañías de propiedad familiar italianas, las empresas de propiedad estatal, y así siguiendo.

Algunas arquitecturas financieras dependen de mercados de capital activos, pacientes y tolerantes al riesgo. Esto a su vez depende de una información adecuada (incluyendo informes financieros y análisis especializado de títulos), protecciones básicas a los inversores, capital humano especializado en finanzas, garantías para el cumplimiento de los contratos, y leyes y regulaciones generales.

Por ejemplo, el estilo estadounidense de capital de riesgo no funciona a menos que exista un mercado de acciones preparado para aceptar IPOs de empresas recientes y cuyo potencial de crecimiento no se ha probado. Tales empresas van pronto a la oferta pública para que los capitalistas de riesgo recuperen su inversión, para reducir el poder de negociación ex post de los inversores financieros, y así mantener los incentivos de los propietarios internos. Los mercados de valores nuevos en Europa, como EASDAQ, el Neuer Markt en Frankfurt y Le Nouveau Marché en París, han sido formados preci-

samente para este propósito, y en apariencia tienen gran éxito.

La lección no es que las arquitecturas financieras tradicionales en Europa continental son obsoletas, sino que se necesitan diferentes arquitecturas financieras para diferentes propósitos. Los líderes del gobierno y las finanzas no deberían diseñar o promover la arquitectura financiera más “eficiente” o “moderna”, sino desarrollar leyes y regulaciones, y promover mercados e instituciones financieras, para que varias arquitecturas financieras puedan coexistir y otras nuevas se puedan desarrollar. Si en los Estados Unidos toda la inversión y la innovación estuviera asignada a empresas de propiedad pública dispersa la economía podría trabarse. Las economías donde sólo funcionan grandes conglomerados o negocios de propiedad familiar enfrentarán importantes problemas en el largo plazo.

## Conclusiones

¿Hay algo nuevo con esto de la arquitectura financiera? No. Es sólo un intento de ver las finanzas corporativas desde un punto diferente, y de romper algunos modelos estilizados y muy utilizados.

La mayor parte de las ideas en este ensayo han sido tomadas de las investigaciones en finanzas. Pero una idea me parece nueva, al menos en nuestro campo de algún modo provinciano; y también me parece importante: la arquitectura financiera se adapta para apoyar *la co-inversión de capital humano y financiero*.

Las finanzas corporativas hablan de los costos de agencia, y de los directivos que no buscan la maximización del valor, suponiendo que el objetivo es el valor para los inversores financieros. Esto puede tener sentido para las empresas inmobiliarias, donde el valor del activo requiere relativamente pocos insumos humanos. Pero no tiene sentido para algunos asuntos importantes. Si el valor total depende de la inversión de capital humano, ya sea como aporte de trabajo o asunción personal de riesgos, el objetivo debería ser la maximización del

valor total generado por la inversión humana y financiera. De esto se sigue que la arquitectura financiera debería proporcionar los incentivos adecuados para ambos tipos de inversión, y una distribución correcta de los retornos que se obtengan.

Esto puede sonar a charla liviana acerca de los interesados en la empresa (stakeholders). La gente de finanzas se burla de las propuestas bien intencionadas de una distribución “justa” de las ganancias entre los accionistas, la gerencia, los trabajadores, los clientes, las comunidades locales y el ambiente. Y es correcto burlarse si los reclamos son hechos por interesados que nunca han invertido en la empresa. Chainsaw Al Dunlap, el anterior CEO de Sunbeam, lo plantea ásperamente: «El término más ridículo escuchado en las salas de directorio hoy en día es stakeholders. ¡Interesados! Cada vez que escucho esa palabra pregunto “¿cuánto han

pagado por su interés?”» (citado en Kay, 1998).

Esta es la cuestión. Pero si los directivos y los empleados son llevados por la arquitectura financiera a absorber costos de oportunidad, a asumir riesgos personales y a desarrollar capital humano para la empresa, sin duda han pagado por ese interés que debe ser reconocido.

En las finanzas académicas tendemos a tomar como dada la arquitectura financiera, como si fuera una parte fija del paisaje financiero. Erróneamente tendemos a suponer que esa arquitectura debe diseñarse para maximizar el valor ex post para los inversores financieros externos. Con frecuencia éste es el arreglo más eficiente; pero no siempre.

La arquitectura financiera no es algo nuevo, pero merece un nombre. A veces a un asunto importante no se le dedica suficiente reflexión hasta que tiene un nombre.

## REFERENCIAS

- BAKER, G. and MONTGOMERY, C., Conglomerates and LBO associations: a comparison of organizational forms, *Working Paper*, Harvard Business School, July 1996
- BERGER, P. and OFEK, E., Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, 39/65
- BURKART, M., GROMB, D. and PANUZZI, F., Large shareholders, monitoring and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, 1997, 693/728
- JENSEN, M.C., The agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, 1986, 323/329
- KAY, J., The Chainsaw falls to instrumentalism, *Financial Times*, 24 June 1998, p.22
- KHARMA, T. and PALEPU, K., Corporate scope and institutional context: an empirical examination of diversified Indian business groups, *Working Paper*, Harvard Business School, January 1998
- LAMONT, O., Cash flow and investment: evidence from internal capital markets, *Journal of Finance*, vol. 52, 1997, 83/109
- MYERS, S.C., The search for optimal capital structure, *Midland Corporate Finance Journal*, vol. 1, 1984, 6/16
- MYERS, S.C., Still searching for optimal capital structure, en KOPKE, R.W. and ROSENGREN, E.S., eds., *Are the Distinctions between Debt and Equity Disappearing?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference series N° 33, 1990, 80/85
- MYERS, S.C., *Outside Equity Financing*, MIT School of Management, 1998
- MYERS, S.C. and MAJLUF, N.S., Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, v.13, 1984, 187/222
- SCHARFSTEIN, D.S., The dark side of internal capital markets II: evidence from diversified conglomerates, *Working Paper*, MIT Sloan School of Management, July 1997