



# Libro Cómo crear valor para los accionistas

## Una guía para gerentes e inversionistas

Alfred Rappaport  
Free Press, 1997  
Primera Edición:1986  
También disponible en: Inglés

### Reseña

En los últimos 12 años, el *Wall Street Journal* ha publicado la creación del Dr. Alfred Rappaport, *Shareholder Scoreboard*. Esta sección especial lista 1.000 de las mayores empresas de EE.UU. (que representan el 90% de todos los valores de capital) y muestra estadísticamente lo “amigable” que es cada una con los accionistas. Esta columna periodística populariza la teoría de Rappaport del “Valor para el accionista” (SV, por sus siglas en inglés) entre los inversionistas institucionales e individuales. Los inversionistas usan esta teoría para hacer promesas de compra de acciones que reflejan el criterio económico del autor. Francamente, el lector lego sin estudios de economía, o de finanzas y contabilidad corporativas, encontrará el libro de Rappaport sumamente complejo. Pero es una buena guía para el inversionista informado y curioso que quiere ser “ilustrado en negocios” y tener éxito en Wall Street. No se deje llevar por la fecha de impresión original en 1986. Un clásico es justamente eso, un libro que puede leerse y usarse sensatamente durante décadas. La pequeña y silenciosa revolución de accionistas que empezó Rappaport no terminará pronto. Ahora, el análisis de accionistas ya es parte de las actividades usuales de cientos de grandes compañías (aunque lo hayan aceptado gradualmente). El SV está lejos de ser perfecto como indicador de estrategias corporativas. El verdadero valor de este libro para directores ejecutivos y otros directivos está en sus lecciones para implementar el enfoque de SV en toda la empresa. *BooksInShort* lo recomienda a los tres elementos constitutivos informados de toda empresa que se cotice en Bolsa: ejecutivos, empleados y accionistas.

### Ideas fundamentales

- La “clásica Teoría del Valor para el Accionista” es que la mayoría de las compañías que se cotizan en Bolsa deben enfocarse en aumentar el valor a largo plazo.
- El valor para el accionista (SV) es el valor de un negocio menos su deuda.
- El SV no lo determina Wall Street.
- El SV se determina calculando el valor presente de los futuros flujos de efectivo de una compañía, más el valor residual y los títulos comercializables.
- El Valor Agregado para el Accionista (SVA) es el cambio de SV en el periodo de una predicción económica.
- Evalúe opciones estratégicas al calcular el SVA de cada estrategia.
- Evite confiar en criterios falsos sobre el desempeño de las acciones, como en el caso del indicador precio/ganancia (P/G).
- A la larga, el SV – no las ganancias trimestrales – fija el precio de la acción de una compañía.
- Los gerentes deben equilibrar las expectativas de la compañía con la tasa de rendimiento corporativa.
- La recompra de acciones es una estrategia sensata si el tope del mercado está por debajo del SV.

### Resumen

#### ¿Dónde están los yates de los accionistas?

La idea de que la tarea principal de una empresa que se cotice en Bolsa es hacer más ricos a sus accionistas tuvo gran aceptación en la generación anterior y probablemente sea práctica universal en la próxima. Esta orientación, conocida como el enfoque de “valor para el accionista” (SV), debilita el antiguo hábito empresarial de los gerentes corporativos de enfocarse en generar ganancias rápidas trimestre tras trimestre. En cambio, los obliga a ver más allá para satisfacer los mejores intereses de los accionistas. Este cambio se dio por la ola de fusiones y consolidaciones corporativas de los años 80, cuando los errores gerenciales crearon

atractivas oportunidades de adquisiciones baratas para granujas y otros chacales.

“El valor de un negocio (deuda mas capital) se llama ‘valor corporativo’ y el valor de la porción de capital se llama ‘valor para el accionista’”.

Los accionistas han incluso votado por directores ejecutivos con poca visión, que ganaban pequeños combates trimestrales pero perdían la guerra. Esa manera de limpiar a la empresa efectivamente destronó a altos ejecutivos en más de media docena de compañías del Índice Dow Jones. En consecuencia, para no perder el trabajo y atender a sus accionistas, los ejecutivos toman, cada vez más, estrategias de largo plazo que ofrecen las tácticas más lógicas para sus compañías y, con ello, satisfacen cada vez más los criterios de inversión de sus accionistas. El efecto secundario fue hacer más poderosos a los inversionistas institucionales, en términos de participación en asuntos corporativos.

“El valor agregado para el accionista (SVA) ... es el monto del valor creado por el escenario previsto ... el SVA responde al ‘cambio’ de valor durante el periodo previsto”.

**Salud económica corporativa vs. activismo social** Dadas todas las consideraciones económicas, crear valor para el accionista es intrínsecamente “lo que hay que hacer” en términos del éxito comercial, no necesariamente en términos de activismo social. Las compañías que hacen activismo a ciegas, a un costo enorme, terminan posponiendo sus agendas políticas, al despedazar a su competitividad. Los ejecutivos tienen el derecho y la obligación fundamental de que sus compañías sigan siendo competitivas. Hacer menos que eso significa destruir una compañía o, en el mejor caso, permitir que se la traguen. Cuando los ejecutivos mantienen a sus empresas financieramente sanas, por lo general actúan de manera socialmente responsable.

“Sólo los inversionistas que anticipan bien los cambios en la posición competitiva de una compañía ... pueden esperar tener un mayor rendimiento”.

Casi la mitad de todos los estadounidenses tiene acciones en compañías que se cotizan en Bolsa, así que el buen desempeño de estas compañías se filtra directamente a los accionistas como dividendos y (con suerte) como precio mayor de las acciones; o los resultados llegan al público de manera más indirecta, a través de fondos de inversión, pensiones y planes de retiro. La participación pública en asuntos corporativos se puede convertir en un tema importante si el sistema de Seguridad Social algún día se privatizara. En ese caso, se necesitaría aún más participación compartida de acciones, directa e indirectamente, y se obligaría a los ejecutivos a utilizar más el modelo del valor del accionista.

“Esta preocupación por el corto plazo ha ocasionado que demasiados gerentes sacrifiquen inversiones cruciales con beneficios sustanciales a largo plazo, para poder registrar mejores ganancias a corto plazo”.

**Estrategias corporativas de largo plazo vs. corto plazo** Un dilema interno impide a las compañías aceptar gustosas el enfoque de valor para el accionista. Las empresas deben equilibrar las estrategias de largo plazo que las harán más ricas, y las seductoras ganancias de corto plazo que las pueden alejar de las preocupaciones de presupuesto a largo plazo, ya que prometen resultados trimestrales satisfactorios para Wall Street. La relación habitual entre grandes ganancias trimestrales y el pago y prestaciones a ejecutivos fortalece el atractivo del beneficio a corto plazo.

“¿Cómo pueden tantos gerentes seguir creyendo que los precios de las acciones se deciden por números contables a corto plazo?”

La prensa, ejecutivos, analistas e inversionistas de todos los niveles tienden a obsesionarse con los números de ganancia por acción (GPA). Los adictos a la GPA parecen venados congelados en el camino a la luz de los informes corporativos truncados e imperfectos, mientras tiemblan frente a las estadísticas de las ganancias por acción. ¿Por qué es problemático? Primero, las compañías pueden legalmente “hacer ingeniería” en los resultados contables de las GPA. Segundo, los resultados de las GPA son conceptos contables etéreos porque no muestran los factores económicos fundamentales, como sería la totalidad de las inversiones de una compañía, y sus inherentes líneas de tiempo y riesgo.

“Pero el mercado (bursátil) no está reaccionando con miopía a las GAP (ganancias por acción) registradas ... El mercado utiliza cambios inesperados en las ganancias como una útil alternativa para reevaluar el flujo de efectivo de la compañía en el futuro”.

Muchos gerentes corporativos, inversionistas institucionales y ejecutivos conocen de cerca las ideas y análisis del enfoque de SV. Las teorías económicas y financieras básicas sugieren desarrollar un SV de una empresa que se cotee en Bolsa al restar su deuda de su valor. El valor corporativo tiene tres elementos: 1) valor presente de las operaciones de flujo de efectivo; 2) valor residual y 3) títulos comercializables. El SV toma en consideración las inversiones y el valor así como las ganancias, y así permite a la gerencia calcular los “resultados del valor futuro de sus estrategias”.

## Consideraciones estratégicas

Las empresas deben llevar sus ideas de crecimiento hacia estrategias bien definidas para poder crecer. Durante la fase de desarrollo de estrategias, las compañías evalúan “el atractivo de la industria, la posición competitiva dentro de la industria y las fuentes de ventajas competitivas”. Este análisis les da una base para el cálculo de flujo de efectivo que pueden usar para decidir cuáles estrategias competitivas implementar.

“El rendimiento para los accionistas excederá el costo de la participación de capital sólo si la compañía supera las expectativas reflejadas en el precio de las acciones de la compañía”.

Por ejemplo, una compañía usó métodos de SV para determinar el nivel más lógico y prometedor, financieramente, de una propuesta para una nueva operación. En este caso, la compañía utilizó el análisis del valor para el accionista junto con simulaciones clásicas para determinar si la nueva operación era suficientemente prometedora. Todos sus análisis indicaban un inicio exitoso. Sin embargo, apareció una piedra en el camino: El director ejecutivo y el Consejo de administración se vieron obligados a detenerse y preguntar: “Ey, esperen - ¿por qué empezar una operación totalmente nueva? ... ¿no podremos comprarla ya hecha, más rápido y tal vez más barata?” Para responder a la pregunta, la compañía analizó posibles adquisiciones mediante el modelo del SV. Las compañías lo utilizan para poner precio a los productos eficientemente y para sopesar alianzas corporativas, empresas *spin-off*, fusiones o adquisiciones. Las compañías también utilizan el análisis del SV para decidir si regresan al mercado bursátil y venden más acciones, o si recompran sus propias acciones. Este análisis también las puede ayudar a fijar dividendos.

“En todas ... las compañías líderes, observamos que ... el valor para el cliente, la riqueza de los accionistas y la satisfacción del empleado se mueven a la par”.

Los analistas también pueden usar el modelo del Valor Agregado para el Accionista (SVA, por sus siglas en inglés), que calcula el “cambio de valor” de una compañía, para asesorar al director ejecutivo sobre el uso del valor para el accionista y tomar decisiones de la ruta a seguir. El director ejecutivo probablemente sea el principal promotor de cambio, pero los analistas deben presentar información similar a los otros ejecutivos de la compañía, a sus empleados y a sus accionistas para mostrar cómo puede la compañía usar datos del SVA para evaluar y determinar su ruta estratégica. El uso exitoso de los datos del SVA puede salvar el futuro de la compañía y la carrera del director ejecutivo.

## Consideración de recompra de acciones

El enfoque de valor para el accionista es una manera lógica de devolver efectivo a los accionistas. La estrategia de recomprar las acciones de su compañía tiene resonancia, especialmente cuando por una variedad de razones internas o del mercado, la acción está “subvaluada” *de facto*. Esta “señal” debería atraer a una multitud de compradores de corto plazo, así como a serios inversionistas que entiendan el mensaje: “Acérquense; llévenselas con grandes descuentos”.

“El tema central es saber con qué estándar de umbral se deben evaluar el negocio y sus directivos”.

Un buen precio de oferta con una prima hace más atractiva la ganga. Un precio bajo puede persuadir a algunos accionistas a vender el diferencial, ofrecer sus acciones con pérdida en el mercado subvaluado y cambiar a acciones más atractivas. El accionista recibe efectivo (mas una prima, en algunos casos) y, como el número de acciones en circulación es reducido, la subvaluación disminuye.

“Invierta en estrategias, no en proyectos”.

Otros dos factores pueden hacer atractiva la recompra en algunos casos. Los accionistas tienen una ventaja fiscal (ya que sólo declaran ingresos de ganancias de capital) y, para bien o para mal, se incrementa el nivel de apalancamiento de la compañía.

## Diagnóstico de la necesidad de un análisis del valor para el accionista

El análisis del SV puede beneficiar a todos los elementos constitutivos de la compañía, pero el director ejecutivo es la fuerza motivadora para implementar este enfoque. Debe trazar el camino para otros ejecutivos importantes y para el Consejo de administración. Para elevar la percepción del SV que tienen estos líderes, pídale que respondan individualmente a estas preguntas, ya que evalúan sus conocimientos y producen valiosas radiografías de la condición financiera de la compañía:

- ¿Qué nivel de SV total ha generado la compañía en los últimos años?
- ¿Puede identificar los factores más importantes detrás del SVA superior/inferior de la compañía?
- ¿Cuál es el plan de la compañía para generar SV en los próximos cinco años?
- ¿Cómo afectarían varias “estrategias alternativas” al SV y a los inversionistas?
- ¿Cuáles unidades de la empresa producen valor; cuáles no?
- ¿Puede la gerencia identificar el apalancamiento en cada unidad?
- ¿Cuál de los negocios de la compañía es riesgoso o el más riesgoso?
- ¿Cómo puede la gerencia reducir el peligro?
- ¿Está la compañía financiada al costo más bajo?
- ¿Se está acercando al objetivo de la gerencia?
- ¿Quién tiene razón sobre las expectativas de la compañía ... la gerencia, o el precio de Wall Street y sus “señales”?
- ¿Qué revelan los diferenciales del precio de la acción entre la compañía y sus competidores bursátiles?

## Lo que dice el precio de las acciones

No importa cuánto se queje y hable de la ceguera e injusticia de Wall Street, el hecho es que el precio de una acción pone una etiqueta a las expectativas de una compañía. El precio es como una balanza que informa si una compañía que se cotiza en Bolsa puede o no ofrecer un rendimiento por encima del promedio, mediante el dinero acumulado a la tasa actual de capital. Es un camino de dos vías: una compañía que anuncia sus estrategias y desarrollos, y los inversionistas que actúan frente a esa información como creyentes o incrédulos – como se demuestra, por ejemplo, por sus compras, sus ventas y su volumen bursátil.

“Calcular el potencial del SVA de las estrategias señalará la ausencia o presencia de ventajas competitivas”.

Algunos estudios académicos han analizado intensamente cómo aprovechan y reaccionan los inversionistas ante todo tipo de noticias. Los ejecutivos deben hacer lo opuesto: preguntar constantemente qué significan las actividades del mercado y los movimientos de las acciones en términos de la capacidad de rentabilidad de la compañía en el futuro. No deben leer mensajes sobre los caprichos económicos (nacionales e internacionales), las Bolsas de valores y el mercado OTC, sino encontrar sentido en las predicciones y acciones corporativas internas, y en el movimiento de la acción, ya sea bruscamente a la alza o a la baja, o en una trayectoria estable.

“Los primordial para los accionistas no es el tamaño ni el desempeño histórico, sino la tasa total de rendimiento, es decir, los dividendos mas los incrementos del precio de la acción”.

El “análisis de expectativas” es valioso para tomar decisiones en varios puntos de inflexión importantes, como determinar si emitir más acciones, retirar las acciones en circulación o financiar acuerdos de M&A. El análisis del valor del accionista es bueno para anticipar posibles movimientos de adquisiciones o caídas de la acción. Si el precio del mercado superó por mucho la capacidad de crecimiento realista de la empresa, el Consejo y los ejecutivos deben responder a esta anomalía, y reexaminar las operaciones y reestructurar cualquier activo que esté abajo de su valor nominal. La compañía puede considerar todo tipo de opciones de reorganización. En ocasiones, una metamorfosis corporativa eficaz es la única manera de frustrar una adquisición, dependiendo de dónde esté el valor para el accionista y el poder

corporativo.

## Sobre el autor

El Dr. **Alfred Rappaport** es profesor en Northwestern University y consultor de negocios internacionales. Ha escrito tres libros de negocios.

---