



Harvard Business Review
América Latina

Diez maneras de crear valor para los accionistas

por Alfred Rappaport

Septiembre 2006

Reimpresión R0609C-E

Las empresas profesan su devoción al valor para los accionistas, pero rara vez siguen las prácticas que lo maximizan. ¿Qué necesita su empresa para convertirse en una creadora de valor de nivel 10?

Diez maneras de crear valor para los accionistas

por Alfred Rappaport

Se ha puesto de moda culpar a la búsqueda de valor para los accionistas de los males que aquejan al mundo corporativo: ejecutivos e inversionistas obsesionados con los resultados del próximo trimestre, la falta de inversión en el crecimiento a largo plazo, e incluso los escándalos contables que han acaparado titulares de prensa. Cuando los ejecutivos destruyen el valor que se supone que deberían crear, casi siempre alegan que fue la presión del mercado accionario la que los llevó a ello.

La realidad es que el principio del valor para los accionistas no ha perjudicado a los ejecutivos; más bien, son los ejecutivos quienes han traicionado el principio. En los años 90, por ejemplo, muchas empresas introdujeron las opciones de compra de acciones como un componente importante de la compensación ejecutiva. La idea fue alinear los intereses de la dirección con los de los accionistas. Pero la generosa distribución de opciones en gran medida fue incapaz de motivar un comportamiento orientado al valor, porque su diseño prácticamente garantizaba que se produciría el resultado contrario. Para empezar, los períodos relativamente cortos de adquisición de derechos sobre las opciones, combinados con la creencia de que las ganancias de corto plazo estimulan los precios de las acciones, incentivaron a los ejecutivos a manejar las ganancias, ejercer tempranamente sus opciones y venderlas a la primera oportunidad de beneficio. La práctica común de acelerar la fecha de ejercicio de las opciones de un CEO al momento de jubilar agregó

otro incentivo más a enfocarse en el desempeño de corto plazo.

Desde luego, estas deficiencias se mantuvieron ocultas durante gran parte de esa década, y el gobierno corporativo tomó un lugar secundario mientras los inversionistas veían subir los precios de las acciones a ritmo de dos dígitos. Sin embargo, el clima cambió drásticamente en el nuevo milenio, a medida que los escándalos contables y una acentuada declinación del mercado accionario desencadenaron una avalancha de colapsos corporativos. La consiguiente erosión de la confianza pública motivó una rápida respuesta regulatoria, particularmente con la aprobación en 2002 de la ley Sarbanes-Oxley (SOX), que exige a las empresas instaurar detallados controles internos y responsabiliza directamente a los ejecutivos corporativos por la exactitud de los estados financieros. No obstante, pese a la SOX y otras medidas, el énfasis en el desempeño de corto plazo persiste.

En su defensa, algunos ejecutivos sostienen que no tienen más alternativa que adoptar una orientación de corto plazo, dado que el período promedio de tenencia de acciones en fondos gestionados profesionalmente ha caído de unos siete años en los años 60 a menos de un año en la actualidad. ¿Para qué considerar los intereses de los accionistas de largo plazo, cuando ellos no existen? Este razonamiento es profundamente equivocado. Lo que importa no es el período de tenencia de los inversionistas sino el horizonte de valoración del mercado: la cantidad de años de flujos de caja esperados que se requieren para justificar

el precio de las acciones. Aunque los inversionistas pueden enfocarse excesivamente en el corto plazo y mantener las acciones por un tiempo relativamente breve, los precios de las acciones reflejan la mirada de largo plazo del mercado. Diversos estudios sugieren que se necesitan más de diez años de flujos de caja generadores de valor para justificar el precio de las acciones de la mayoría de las empresas. Por tanto, la responsabilidad de los altos ejecutivos es generar esos flujos, es decir, buscar la maximización del valor a largo plazo sin importar la mezcla de accionistas de alta y baja rotación. Y nadie podría argumentar razonablemente que una ausencia de accionistas de largo plazo da licencia a los ejecutivos para maximizar el desempeño de corto plazo y poner en riesgo el futuro de la empresa. El escenario competitivo, no la nómina de accionistas, debería definir las estrategias de negocios.

¿Qué deben hacer las empresas que quieren ser serias en cuanto a la creación de valor? En este artículo recurriré a mis investigaciones y a varias décadas de experiencia como consultor para establecer diez principios básicos de gobierno corporativo para la creación de valor, que en conjunto ayudarán a cualquier empresa con un modelo de negocios sólido y bien ejecutado a concretar mejor su potencial de creación de valor para los accionistas. Aunque los principios no sorprenderán a los lectores, aplicar algunos de ellos exige prácticas que se contraponen profundamente a las normas predominantes. Debo señalar que ninguna empresa –con la posible excepción de Berkshire Hathaway– está remotamente cerca de implementar todos estos principios. Lo cual es una lástima para los inversionistas, porque, como lo han descubierto los colegas accionistas del CEO Warren Buffett, hay mucho que ganar al poseer acciones de lo que yo llamo una empresa de nivel 10 (para más sobre la aplicación de los diez principios en Berkshire Hathaway, lea el análisis de mi colega Michael Mauboussin en el recuadro “Aproximarse al nivel 10: La historia de Berkshire Hathaway”).

Principio 1

No manejar las ganancias ni entregar una guía de ganancias.

Las empresas que no adoptan este primer principio de valor para los accionistas casi con certeza serán incapaces de seguir los demás. Desafortunadamente, eso descarta a la mayoría de las corporaciones porque virtualmente todas las empresas listadas en bolsa practican el juego de las expectativas de ganancias. Un estudio realizado en 2006 por el National Investor Relations Institute descubrió que 66% de 654 empresas encuestadas entrega regularmente una orientación sobre utilidades a los analistas de Wall Street.

Alfred Rappaport (alrapp@san.rr.com) es Leonard Spacek Professor Emeritus en Kellogg School of Management de Northwestern University, en Evanston, Illinois.

Un estudio de 401 ejecutivos de finanzas realizado en 2005 por John Graham y Campbell R. Harvey de Duke University y Shivaram Rajgopal, de University of Washington, revela que las empresas manejan las ganancias con algo más que sólo malabares contables: un sorprendente 80% de los encuestados dijo que disminuiría el gasto generador de valor –en investigación y desarrollo, publicidad, mantenimiento y contratación–, a fin de cumplir con metas de ganancias. Más de la mitad de los ejecutivos postergaría un nuevo proyecto aunque eso implicara sacrificar valor.

¿Por qué es tan malo focalizarse en las ganancias? Primero, los resultados contables no se aproximan al valor de una empresa ni a su alteración de valor durante el período informado. Segundo, en el intento de aumentar las ganancias a corto plazo, las organizaciones comprometen valor cuando invierten con rentabilidades esperadas inferiores al costo de capital (sobreinversión) o dejan de invertir en oportunidades que crean valor (subinversión). Tercero, la práctica de reportar pingües ganancias gracias a decisiones operativas que destruyen valor, o llevar hasta el límite la contabilidad permisible, finalmente les pasa la cuenta a las empresas. Aquellas que ya no pueden cumplir con las expectativas de los inversionistas terminan por destruir una porción sustancial, si no la totalidad, de su valor de mercado. WorldCom, Enron y Nortel Networks son ejemplos destacados.

Principio 2

Tomar decisiones estratégicas que maximicen el valor esperado, incluso a expensas de menores ganancias a corto plazo.

Las empresas que manejan sus ganancias están casi obligadas a vulnerar este segundo principio cardinal. De hecho, la mayoría de las empresas evalúa y compara las decisiones estratégicas en términos de su impacto estimado sobre las ganancias reportadas, cuando más bien deberían evaluarlas respecto del valor adicional esperado en los flujos de caja futuros. El valor esperado es el valor promedio ponderado para una gama de escenarios plausibles. Se calcula multiplicando el valor agregado para cada escenario por la probabilidad de que éste se materialice, y luego se suman los resultados. Un sólido análisis estratégico realizado por las unidades operativas de una empresa debería entregar respuestas fundadas a tres preguntas: primero, ¿cómo afectan al valor las estrategias alternativas? Segundo, ¿qué estrategia tiene la mayor probabilidad de crear el mayor valor? Tercero, para la estrategia seleccionada, ¿cuán sensible es el valor, en el escenario más probable, a los cambios potenciales en la dinámica competitiva y a los supuestos sobre ciclos de vida de la tecnología, ambiente regulador y otras variables relevantes?

Al nivel corporativo, los ejecutivos también deben abordar tres preguntas: ¿Tiene alguna de las unidades operativas suficiente potencial de creación de valor para justificar más

capital? ¿Qué unidades tienen un potencial limitado y por tanto deben ser candidatas a reestructuración o desinversión? ¿Qué mezcla de inversiones en las unidades operativas tiene la probabilidad de producir el máximo valor total?

Principio 3

Hacer adquisiciones que maximicen el valor esperado, incluso a expensas de menores ganancias a corto plazo.

Las empresas generalmente crean el máximo de valor a través de sus operaciones del día a día, pero una adquisición importante puede crear o destruir valor más rápidamente que cualquier otra actividad corporativa. Con niveles récord de efectivo, y de deuda relativamente bajos, cada vez más las empresas usan el camino de las fusiones y adquisiciones para mejorar sus posiciones competitivas. Los anuncios de fusiones y adquisiciones en todo el mundo superaron los US\$ 2,7 billones (millones de millones) en 2005.

Las empresas (incluso las que siguen el Principio 2 respecto de otros asuntos) y sus banqueros de inversión por lo general consideran los múltiplos precio/utilidades para adquisiciones comparables, y el impacto inmediato de las utilidades por acción (EPS, por sus siglas en inglés) para evaluar el atractivo de un trato. Ven el aumento de EPS como buena noticia y su caída como mala noticia. Cuando se trata de fusiones vía intercambio de acciones, un enfoque estricto de EPS plantea un problema adicional además de las desventajas de las ganancias gestionadas. Siempre que el múltiplo precio/utilidades de la empresa compradora es mayor que el múltiplo de la empresa vendedora, el EPS aumenta. También ocurre lo contrario. Si el múltiplo de la empresa compradora es menor, el EPS disminuye. En ninguno de los dos casos, el EPS nos dice nada sobre el potencial a largo plazo para agregar valor.

Las buenas decisiones sobre fusiones y adquisiciones están basadas en las perspectivas de crear valor, no en su impacto inmediato sobre el EPS, y ésta es la base del tercer principio de creación de valor. La administración debe identificar claramente dónde, cuándo y cómo puede lograr verdaderas mejoras de desempeño estimando el valor presente de los flujos de caja incrementales resultantes y luego restando la prima de adquisición.

Las gerencias y los consejos orientados al valor también evalúan cuidadosamente el riesgo de que las sinergias previstas no se materialicen. Reconocen el desafío de la integración postfusión y la probabilidad de que los competidores no se queden de brazos cruzados mientras la empresa compradora trata de generar sinergias a costa de ellos. Si resulta financieramente factible, las empresas compradoras que confían en lograr sinergias mayores que la prima pagarán en efectivo para que sus accionistas no tengan que ceder a los accionistas de las empresas vendedoras ninguna ganancia prevista de la fusión. Si la gerencia no está segura

de que el trato genere sinergias, puede proteger su inversión ofreciendo acciones. Esto reduce pérdidas potenciales para los accionistas de la empresa compradora al rebajar su participación en la empresa resultante de la fusión.

Principio 4

Mantener solamente activos que maximicen el valor.

El cuarto principio lleva la creación de valor a un nuevo nivel, porque guía la elección del modelo de negocios que adoptarán las empresas que están conscientes del valor. Este principio tiene dos partes.

Primero, las empresas orientadas al valor regularmente monitorean la presencia de compradores dispuestos a pagarle a la empresa una prima significativa por encima del valor estimado del flujo de caja, por sus unidades de negocios, marcas, bienes raíces y otros activos negociables. No hay duda de que tal análisis es un campo político minado para aquellas empresas que se están desempeñando relativamente bien con respecto a las proyecciones o a los competidores, pero que son obviamente más valiosas en manos de otros controladores. El no explotar esas oportunidades puede comprometer seriamente el valor para los accionistas.

Un ejemplo reciente es Kmart. Un fondo de cobertura operado por Edward Lampert, ESL Investments, obtuvo el control de Kmart, cuando ésta se encontraba bajo la protección de bancarota en 2002, por menos de US\$ 1.000 millones y sus acciones se transaban en menos de US\$ 1. Lampert pudo recuperar casi toda su inversión vendiéndoles tiendas a Home Depot y Sears, Roebuck. Además, cerró las tiendas con mal desempeño, se concentró en la rentabilidad reduciendo el gasto de capital y los niveles de inventario y eliminó las tradicionales ventas de liquidación de Kmart. A finales de 2003, las acciones se estaban transando en unos US\$ 30; en 2004 aumentaron súbitamente a US\$ 100 y, en un trato anunciado en noviembre de 2004, fueron utilizadas para adquirir Sears. Los ex accionistas de Kmart se están preguntando, justificadamente, por qué la administración anterior no pudo revitalizar la empresa y por qué tuvieron que liquidar sus acciones a precio de apuro.

Segundo, las empresas pueden reducir el capital que utilizan y aumentar el valor por dos vías: concentrándose en actividades de alto valor agregado (tales como investigación, diseño y marketing), donde disfrutaban de una ventaja comparativa, y tercerizando las actividades de bajo valor agregado (tales como manufactura), cuando éstas pueden ser realizadas confiablemente y a bajo costo por otros. Los ejemplos que se vienen a la mente incluyen a Apple Computer, cuya iPod se diseña en Cupertino y se fabrica en Taiwan, y empresas hoteleras como Hilton Hospitality y Marriott International, que gestionan hoteles sin ser sus dueños. Y está el bien conocido modelo de negocios de Dell, de ensamblaje de PC adaptados al cliente y de venta

directa, que minimiza el capital requerido para invertir en fuerza de ventas y distribución, así como la necesidad de llevar inventarios e invertir en instalaciones de manufactura.

Principio 5

Devolver el efectivo a los accionistas cuando no existan oportunidades creíbles de creación de valor para invertir en el negocio.

Incluso las empresas cuya toma de decisiones estratégicas está basada en sólidos principios de creación de valor pueden tropezar cuando hay que decidir sobre distribución de efectivo. La importancia de adherir al quinto principio nunca ha sido mayor: para el primer trimestre de 2006, las empresas industriales de S&P 500 tenían más de US\$ 643.000 millones en efectivo, una cantidad que probablemente aumentará a medida que las empresas sigan generando flujos de caja positivos a niveles récord.

Las empresas conscientes del valor que cuentan con grandes excesos de efectivo y sólo limitadas oportunidades de inversión para crear valor, le devuelven el dinero a los accionistas a través de dividendos y recompra de acciones. Esto no sólo les da a los accionistas una oportunidad de obtener mejores rendimientos en otras áreas, sino que reduce el riesgo de que la administración use el exceso de efectivo para hacer inversiones que destruyen valor, en particular adquisiciones con sobreprecio realizadas siguiendo un mal consejo.

El solo hecho de que una empresa esté recomprando acciones, sin embargo, no significa que esté siguiendo este principio. Muchas empresas recompran acciones simplemente para aumentar el EPS pero, tal como en el caso de las fusiones y adquisiciones, el aumento o la caída del EPS no tienen nada que ver con el sentido económico de una recompra. Cuando las decisiones de recompra de acciones las dicta un aumento instantáneo del EPS, y no la creación de valor, recomprándose acciones que están sobrevaluadas, los accionistas que venden ganan a expensas de los que no ofrecen sus acciones. Especialmente generalizados son los programas de recompra que compensan la caída del EPS resultante de los programas de opción de compra de acciones por parte de empleados. En tales situaciones, el ejercicio de las opciones por parte de los empleados, más que la valoración, determina el número de acciones que la empresa compra y el precio que paga.

Las empresas conscientes del valor recompran sólo cuando las acciones de la empresa se están transando por debajo de la mejor estimación de valor realizada por la administración y la inversión en el negocio no ofrece un mejor rendimiento. Las empresas que siguen esta pauta favorecen los intereses de los accionistas que no ofrecen sus acciones a la venta, los cuales, si la valoración de la administración es correcta, ganan a expensas de los accionistas que sí las ofrecen.

Cuando las acciones de una empresa son caras y no se puede obtener un buen valor a largo plazo invirtiendo en el negocio, es probable que pagar dividendos sea la mejor alternativa.

Principio 6

Recompensar al CEO y a otros altos ejecutivos por generar retornos superiores en el largo plazo.

Las empresas necesitan incentivos de pago eficaces en todos los niveles a fin de maximizar el potencial de retornos superiores. Los principios 6, 7 y 8 establecen pautas apropiadas para compensar a los ejecutivos de nivel alto, medio y bajo. Empezaré con los altos ejecutivos. Como ya se observó, las opciones de compra de acciones se promocionaron como evidencia de un sano espíritu de valor. Sin embargo, la opción estándar es un vehículo imperfecto para motivar una conducta de maximización de valor a largo plazo. Primero, las opciones estándar recompensan el desempeño muy por debajo de los retornos de nivel superior. Tal como se hizo dolorosamente evidente en la década de los 90, en un mercado en alza las opciones pueden recompensar incluso un desempeño mediocre, porque los ejecutivos obtienen ganancias ante cualquier incremento en el precio de las acciones, aunque esté sustancialmente por debajo de las ganancias obtenidas por sus competidores o por el mercado en general. Segundo, el período usual de inversión de tres o cuatro años, combinado con la propensión de los ejecutivos a convertir pronto sus activos en efectivo, reducen significativamente la motivación de largo plazo que las opciones buscan brindar. Por último, cuando las opciones no tienen esperanza de convertirse en efectivo sin pasar por una pérdida, dejan totalmente de ser un factor de motivación. Y eso ocurre con más frecuencia de lo que se cree. Por ejemplo, cerca de un tercio de las opciones mantenidas por ejecutivos estadounidenses en 1999 estaba por debajo de sus precios de ejercicio, en el clímax del mercado alcista. Pero las supuestas soluciones—aumentar la compensación en efectivo, dar acciones restringidas o más opciones o bajar el precio de ejercicio de las opciones existentes—son respuestas poco amigables para los accionistas y cambian las reglas en medio del juego.

Las empresas conscientes del valor pueden superar las deficiencias de las opciones sobre acciones estándar adoptando un plan de opciones indexadas descontadas, o un plan de opciones descontadas del riesgo de capital (DERO, por *discounted equity risk option*). Las opciones indexadas recompensan a los ejecutivos sólo si las acciones de la empresa se desempeñan mejor que el índice de las otras empresas del mismo nivel, y no simplemente porque el mercado esté en alza. Para otorgar a los ejecutivos un incentivo continuo para maximización del valor, las empresas pueden bajar los precios de ejercicio para las opciones indexadas de modo que los ejecutivos puedan beneficiarse de niveles

de desempeño un poco inferiores al índice. Las empresas pueden enfrentar la otra desventaja de las opciones estándar –plazos de tenencia demasiado cortos– extendiendo los períodos de mantención y exigiendo que los ejecutivos retengan una porción significativa de las acciones conseguidas al ejercer sus opciones.

Para las empresas que no pueden desarrollar un índice adecuado con empresas del mismo nivel, las DERO son una buena alternativa. El precio de ejercicio de las DERO aumenta anualmente de acuerdo con el rendimiento de los bonos a diez años del Tesoro de Estados Unidos, más una fracción de la prima esperada de riesgo de capital y menos los dividendos pagados a los poseedores de las acciones subyacentes. Los inversionistas esperan un retorno mínimo consistente en la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de capital. Pero este nivel mínimo de desempeño puede hacer que muchos ejecutivos tengan opciones que no pueden ejercerse sin una pérdida. Al incorporar sólo una fracción de la prima estimada de riesgo de capital a la tasa de crecimiento del precio de ejercicio, un consejo de administración está apos-

tando a que el valor agregado por la gerencia compensará con creces opciones que son más costosas. Los dividendos se deducen del precio de ejercicio a fin de eliminar el incentivo para las empresas de retener dividendos cuando no tienen oportunidades de inversión que crean valor.

Principio 7

Recompensar a los ejecutivos de las unidades operativas por agregar valor superior en múltiples años.

Aunque las opciones de acciones apropiadamente estructuradas son útiles para los ejecutivos corporativos cuya misión es mejorar el desempeño de la empresa –y así, en última instancia, el precio de las acciones– esas opciones usualmente son inapropiadas para recompensar a los ejecutivos de unidades operativas, las que tienen un impacto limitado sobre el desempeño global. Un precio de las acciones que disminuye debido a un desempeño decepcionante

Acercarse al Nivel 10: La historia de Berkshire Hathaway

por Michael J. Mauboussin

Hay en Estados Unidos empresas que tomen decisiones consistentes con los diez principios de valor para los accionistas? Berkshire Hathaway, controlada por el legendario Warren Buffett, puede ser la que más se acerque. Buffett no sólo es el mayor accionista de la empresa, sino que también está en la inusual posición de observar los generadores de valor para los accionistas desde los ojos de un inversionista y ejecutivo. Él señala: “Soy mejor hombre de negocios porque soy inversionista y soy mejor inversionista porque soy hombre de negocios. Si usted tiene la mentalidad de ambos, eso le ayuda en los dos frentes”.¹

En las comunicaciones de Berkshire, por ejemplo, Buffet deja en claro que la empresa no “sigue la práctica usual de dar ‘orientación’ de ganancias”, reconociendo que “las ganancias reportadas pueden revelar relativamente poco respecto a nuestro verdadero desempeño económico” (Principio 1). Más bien, la empresa promete ser “sincera en los reportes que les entregamos, enfatizando las ventajas y desventajas importantes al evaluar el valor de negocios. Nuestra orientación

consiste en comunicarle los hechos de negocios que quisiéramos conocer si estuviéramos en su lugar. Es lo mínimo que le debemos” (Principio 10).

Las decisiones de asignación de capital de Berkshire, especialmente cuando existe un conflicto entre el crecimiento de las ganancias y la creación de valor, son también compatibles con el principio de valor para los accionistas. Buffett escribe: “Las consecuencias contables no influyen sobre nuestras decisiones operativas o de asignación de capital. Cuando los costos de adquisición son similares, preferimos mucho más comprar US\$ 2 de ganancias que no podamos reportar siguiendo los principios estándar de contabilidad, que comprar US\$ 1 de ganancias que sean reportables” (Principios 2 y 3).

Las empresas orientadas al valor para los accionistas reconocen la importancia de generar flujos de caja a largo plazo y por lo tanto evitan las medidas destinadas a potenciar el corto plazo a expensas del largo plazo. El reporte anual de 2005 de Berkshire explica la posición de la empresa: “Si una administración toma malas decisiones para alcanzar objetivos

de ganancias a corto plazo y por consiguiente se mete en problemas..., ningún nivel de éxito posterior borraré el daño que se ha hecho”.

Berkshire es también excepcional con respecto a compensaciones y gobierno corporativo. No hay duda de que la riqueza de Buffett y la del vicepresidente del consejo de administración, Charlie Munger, suben y bajan con las de los otros accionistas: las acciones de Berkshire representan la gran parte de sus sustanciales patrimonios (Principio 9). Tal como lo señala Buffett: “Charlie y yo no podemos prometerle resultados, pero podemos garantizarle que su suerte financiera irá al mismo ritmo de la nuestra durante cualquier período en que usted decida ser nuestro socio”.

El método de compensación de la empresa también es consistente con el principio de valor para los accionistas y está en marcado contraste con las prácticas comunes de compensación en Estados Unidos. El salario anual de Buffett de US\$ 100.000 lo pone en el puesto más bajo de la lista de los CEO de *Fortune* 500, donde la compensación media supera los US\$

en otras partes de la empresa puede castigar injustamente a los ejecutivos de las unidades operativas que están desempeñándose excepcionalmente bien. Por otra parte, si una unidad operativa se desempeña mal pero las acciones de la empresa aumentan de precio debido a un desempeño superior de otras unidades, los ejecutivos de esa unidad disfrutarán de una ganancia inesperada e inmerecida. En ninguno de ambos casos el hecho de otorgar opciones motiva a estos ejecutivos a crear valor a largo plazo. Sólo en el caso que las unidades operativas de una empresa son realmente interdependientes el precio de las acciones puede servir como un indicador objetivo y útil del desempeño operativo.

Las empresas generalmente tienen planes de incentivos anuales y a largo plazo (con mucha frecuencia, trienales) que recompensan a los ejecutivos de operaciones por superar metas de indicadores financieros, tales como ingresos generales y operativos y, a veces, también por superar metas no financieras. El problema es que ligar los bonos al proceso de presupuesto induce a los ejecutivos a estimar deliberadamente menores posibilidades de desempeño. Más im-

portante aún, los indicadores usuales de ganancias y otros de tipo contable, particularmente cuando se usan como indicadores trimestrales y anuales, no están confiablemente vinculados con los flujos de caja a largo plazo que generan valor para los accionistas.

A fin de crear incentivos para una unidad operativa, las empresas deben desarrollar medidas tales como valor agregado para los accionistas (SVA, por *shareholder value added*). El SVA se calcula aplicando técnicas estándares de descuento a los flujos de caja operativos pronosticados, los que son impulsados por el crecimiento de las ventas y de los márgenes operacionales, y luego restando las inversiones realizadas en el período. Debido a que el SVA se basa totalmente en los flujos de caja, no introduce distorsiones contables, lo que le otorga una clara ventaja sobre los indicadores tradicionales. Para garantizar que el indicador capte el desempeño a largo plazo, las empresas deberían extender el período de evaluación de desempeño al menos, digamos, hasta un ciclo rotativo de tres años. El programa puede entonces retener una porción de los pagos de incentivo para

8 millones. Además, Berkshire es la rara empresa que no da a ningún empleado opciones de compra de acciones o acciones restringidas. Buffett no está en contra del pago basado en acciones per se, pero argumenta que muy pocas empresas vinculan apropiadamente el pago con el desempeño (en armonía con el Principio 6).

Buffett utiliza a Geico, el negocio de seguros de automóviles de Berkshire, para ilustrar la filosofía de compensación de la empresa. Buffett explica que las metas del plan “deben ser (1) ajustadas a los aspectos económicos del negocio operativo específico, (2) de carácter simple para poder medir fácilmente en qué grado se están logrando y (3) directamente relacionadas con las actividades diarias de los participantes en el plan”. Él dice que: “...evitamos los acuerdos de ‘billete de lotería’... cuyo valor final... está totalmente fuera del control de la persona cuya conducta quisiéramos influir” (Principios 7 y 8).

Hasta ahora, Berkshire parece una perfecta empresa de creación de valor de nivel 10. Pero no adhiere estrictamente al Principio 4 (tenga sólo activos que maximizan el valor) y nunca ha implementado

el Principio 5 (devuelva efectivo a los accionistas). Sin embargo, en ambos casos, los escritos y comentarios de Buffett y Munger sugieren que ellos evalúan las inversiones de Berkshire usando estos principios, aunque no los apliquen a la empresa.

El Principio 4 aconseja vender operaciones si un comprador ofrece una prima significativa sobre el valor estimado. Buffett dice de plano: “Independientemente del precio, no nos interesa en absoluto vender ningún buen negocio que posea Berkshire”, señalando que esta actitud “perjudica nuestro desempeño financiero”.

Y pese a contar con más de US\$ 40.000 millones de exceso de efectivo a finales de 2005, hasta la fecha Berkshire no ha devuelto nada de efectivo a sus accionistas. No obstante, la empresa aplica una prueba precisa para investigar la virtud de retener, en vez de distribuir, efectivo: la administración evalúa “si la retención, con el tiempo, les da a los accionistas al menos US\$ 1 de valor de mercado por cada US\$ 1 retenido”. Desde luego, esta prueba es una reiteración del concepto básico de valor para los accionistas de que

todas las inversiones deberían generar un retorno superior al costo de capital. En armonía con el Principio 5, Buffett habla claro respecto a la consecuencia de no pasar esta prueba. Dice: “Si alcanzamos el punto en que no podemos crear valor adicional reteniendo ganancias, les pagaremos y dejaremos que nuestros accionistas utilicen los fondos”.

La influencia de Buffett se extiende más allá de Berkshire a empresas en las que ha servido como miembro de la junta directiva. Por ejemplo, el Washington Post y Coca-Cola estuvieron entre las primeras empresas que voluntariamente registraron como gastos las opciones de compra de acciones para los empleados en 2002. Las empresas con las que Buffett se ha visto involucrado también tienen un historial de recompra de acciones.

¹ Las fuentes de citas incluyen las propias publicaciones de Berkshire Hathaway y diversas fuentes públicas de noticias.

Michael J. Mauboussin es el principal estratega de inversiones de Legg Mason Capital Management, con sede en Baltimore. Es accionista de Berkshire Hathaway.

cubrir posibles deficiencias futuras de desempeño. Este método elimina la necesidad de dos planes, combinando en uno solo los planes de incentivos anuales y de largo plazo. En vez de fijar mínimos a la compensación por incentivo sobre bases presupuestarias, las empresas pueden desarrollar estándares para el progreso año a año del desempeño superior, benchmarking de colegas e incluso expectativas de desempeño derivadas del precio de las acciones.

Principio 8

Recompensar a los ejecutivos medios y a los empleados en la primera línea por entregar un desempeño superior en los impulsores clave del valor en que ellos influyen directamente.

Aunque el crecimiento de las ventas, los márgenes de operación y los gastos de capital son indicadores financieros útiles para rastrear el SVA de una unidad operativa, son demasiado amplios para brindar orientación cotidiana a los ejecutivos medios y los empleados de primera línea que necesitan saber qué medidas específicas deben tomar para aumentar el SVA. Para mediciones más específicas, las empresas pueden desarrollar indicadores principales de valor que sean cuantificables, que informen fácilmente sobre los logros actuales en que los empleados de primera línea puedan influir directamente y que favorecen en forma significativa el valor a largo plazo de la empresa. Ejemplos de esto podrían incluir el tiempo para introducir nuevos productos al mercado, la tasa de rotación de empleados, la tasa de retención de clientes y la inauguración oportuna de nuevas tiendas o plantas de manufactura.

Mi propia experiencia sugiere que la mayoría de las empresas puede enfocarse en tres a cinco indicadores principales y capturar una importante parte de su potencial de creación de valor a largo plazo. El proceso de identificar indicadores principales puede ser difícil, pero mejorar el desempeño de los indicadores principales es la base para lograr un SVA superior, lo que a su vez sirve para incrementar los retornos a largo plazo para los accionistas.

Principio 9

Exigir que los altos ejecutivos asuman los riesgos de la propiedad al igual que los accionistas.

En su mayor parte, el hecho de dar opciones no ha conseguido alinear los intereses a largo plazo de los altos ejecutivos y de los accionistas porque los primeros rutinariamente convierten en efectivo las opciones asignadas. Para aumentar el precio actual de las acciones, la alternativa de poder venderlas pronto puede de hecho motivarlos a enfocarse en los resultados a corto plazo más que en el valor a largo plazo.

Para alinear mejor estos intereses, muchas empresas han adoptado pautas de tenencia de acciones para los altos ejecutivos. La tenencia mínima se expresa normalmente como un múltiplo del salario base, que luego se convierte en un número específico de acciones. Por ejemplo, las pautas de eBay requieren que el CEO posea acciones de la empresa equivalentes a cinco veces su salario base anual. Para otros ejecutivos, la cifra es de tres veces. A los altos ejecutivos de eBay se les exige además retener un porcentaje de las acciones provenientes de ejercer la opción de compra hasta que reúnan el número estipulado de acciones.

Pero en la mayoría de los casos, los planes de posesión de acciones no exponen a los ejecutivos a los mismos niveles de riesgo que los accionistas. Primero, algunas empresas condonan los préstamos para compra de acciones cuando el desempeño de las acciones es insatisfactorio, argumentando que el trato ya no entrega un incentivo a los altos ejecutivos. Las empresas que condonan los préstamos para compra de acciones, así como las que fijan de nuevo el precio de las acciones, se arriesgan a institucionalizar un sistema de pago que subvierte el espíritu y los objetivos del programa de compensación de incentivos. Segundo, las donaciones abiertas de acciones restringidas, que son esencialmente opciones con un precio de ejercicio de US\$ 0, generalmente cuentan como acciones para alcanzar niveles mínimos de posesión. Las donaciones de acciones motivan a los ejecutivos a mantenerse en la empresa hasta que caduque la restricción, generalmente en tres o cuatro años, para luego poder convertir sus acciones en efectivo. Estas donaciones crean un fuerte incentivo para que los CEO y otros altos ejecutivos vayan a lo seguro, protejan el valor existente y eviten ser despedidos. No es sorprendente que los planes de acciones restringidas se llamen comúnmente “pago por pulso”, más que pago por desempeño.

En un esfuerzo por desviar las críticas de que los planes de acciones restringidas son un obsequio, muchas empresas ofrecen acciones por desempeño que requieren no sólo que el ejecutivo se mantenga en la empresa sino también que la empresa alcance metas predeterminadas de desempeño vinculadas al crecimiento del EPS, objetivos de ingreso o mínimos de retorno sobre el capital. Aunque estas acciones exigen rendimiento, por lo general éste no es el medio correcto de generar valor a largo plazo porque los indicadores usualmente no están vinculados al valor.

Las empresas que buscan alinear mejor los intereses de los ejecutivos y de los accionistas necesitan encontrar un equilibrio apropiado entre los beneficios de exigir que los altos ejecutivos posean participaciones continuas y significativas en la propiedad y las restricciones resultantes sobre su liquidez y diversificación. Sin incentivos basados en el capital, los ejecutivos pueden volverse excesivamente aversos al riesgo para impedir el fracaso y el posible despido. Sin embargo, si poseen demasiado capital también pueden evitar el riesgo para preservar el valor de su portafolio, en gran medida sin diversificar. Extender el período en que los

ejecutivos puedan deshacerse de las acciones desde el momento del ejercicio de la opción y hacer que las donaciones de acciones restringidas no cuenten como acciones para niveles mínimos de posesión haría mucho por equiparar los riesgos de los ejecutivos y los accionistas.

Principio 10

Entregar a los inversionistas información relevante sobre el valor.

El último principio rige las comunicaciones a los inversionistas, tales como la información divulgada en los reportes financieros de una empresa. La mejor divulgación no sólo ofrece un antídoto contra la obsesión por ganancias a corto plazo sino que también sirve para aminorar la incertidumbre de los inversionistas y así, potencialmente, reducir el costo de capital y aumentar el precio de las acciones.

Una forma de hacer esto, como se describe en mi artículo “The Economics of Short-Term Performance Obsession” en el número de Mayo-Junio 2005 del *Financial Analysts Journal*, es preparar un estado de desempeño corporativo (vea el recuadro “El estado de desempeño corporativo”). Este informe:

- separa los flujos de caja y las cuentas devengadas, brindando así una base histórica para estimar las perspectivas del flujo de caja y permitiendo a los analistas evaluar lo razonable de las estimaciones de cuentas devengadas..
- clasifica las cuentas devengadas de acuerdo a tres niveles crecientes de incertidumbre: bajo, medio y alto.
- entrega un rango y la estimación más probable para cada cuenta devengada, más que las estimaciones tradicionales de punto único que ignoran la amplia variabilidad de posibles resultados.
- excluye las cuentas devengadas arbitrarias e irrelevantes para el valor, tales como depreciación y amortización, y
- detalla los supuestos y los riesgos para cada rubro, a la vez que presenta indicadores clave de desempeño que impulsan el valor de la empresa.

¿Podría esta divulgación ampliada resultar demasiado costosa? La realidad es que en las empresas bien gestionadas los ejecutivos ya usan el tipo de información contenida en el estado de desempeño corporativo. De hecho, la ausencia de dicha información debería hacer que los accionistas cuestionaran si la gerencia entiende el negocio y si el consejo está ejerciendo adecuadamente su responsabilidad de supervisar. En el actual clima que no perdona los artificios contables, las empresas impulsadas por el valor tienen una oportunidad sin precedentes de crear valor simplemente por la vía de mejorar la forma y el contenido de los reportes corporativos.

Las recompensas, y los riesgos

La pregunta crucial, desde luego, es si seguir estos diez principios favorece los intereses a largo plazo de los accionistas. Para la mayoría de las empresas, la respuesta es un rotundo

sí. Sólo eliminar la práctica de postergar o dejar pasar las inversiones que crean valor para alcanzar metas trimestrales de ganancias puede representar una diferencia considerable. Además, salir del juego de manejar las ganancias, acelerando los ingresos en el período actual, y diferir los gastos a períodos futuros reduce el riesgo de que, con el tiempo, una empresa no pueda satisfacer las expectativas del mercado y desate una caída de sus acciones. Pero el auténtico beneficio consiste en la diferencia que una verdadera orientación hacia el valor para los accionistas representa para la estrategia de crecimiento a largo plazo de una empresa.

Para la mayoría de las organizaciones, el crecimiento con creación de valor es *el* desafío estratégico, y para tener éxito, las empresas deben ser buenas desarrollando negocios nuevos y potencialmente disruptivos. He aquí la razón. La mayor parte del precio de las acciones de la empresa típica refleja expectativas de crecimiento de los actuales negocios. Si las empresas cumplen con esas expectativas, los accionistas obtendrán sólo un retorno normal. Pero para entregar retornos superiores a largo plazo –es decir, para incrementar el precio de las acciones más rápido que el precio de las acciones de los competidores– la administración debe exceder repetidamente las expectativas del mercado para sus negocios actuales o desarrollar nuevos negocios generadores de valor. Es casi imposible superar sistemáticamente las expectativas del mercado sobre los negocios actuales porque, si usted lo hace, los inversionistas simplemente aumentan sus exigencias. Por tanto, la única forma razonable de entregar retornos superiores a largo plazo es focalizarse en nuevas oportunidades de negocios. (Desde luego, si el precio de las acciones de una empresa ya refleja expectativas sobre nuevo negocios –lo que podría ser si la administración tiene un historial de entregar ese crecimiento creador de valor– entonces la tarea de generar retornos superiores se vuelve formidable: es todo lo que los ejecutivos pueden hacer para cumplir con las expectativas actuales).

Las empresas focalizadas en indicadores de desempeño a corto plazo están condenadas a no poder ofrecer una estrategia de crecimiento de creación de valor, porque el enfatizar los resultados a corto plazo obliga a la administración a concentrarse en los negocios existentes más que en desarrollar nuevos negocios para el largo plazo. Cuando los ejecutivos pasan demasiado tiempo en los negocios básicos terminan sin nuevas oportunidades en proceso de desarrollo. Y cuando encuentran problemas –como inevitablemente ocurre– casi no tienen más alternativa que sacar un conejo del sombrero. La dinámica de este fracaso ha sido descrita con mucha precisión por Clay Christensen y Michael Raynor en su libro *The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth* (Harvard Business School Press, 2003). Con un poco de adaptación, opera de la siguiente manera:

- A pesar de una desaceleración en el crecimiento y de la erosión de los márgenes en los negocios básicos de la empresa, la gerencia continúa concentrándose en desarrollar

El estado de desempeño corporativo

Los inversionistas necesitan una línea de base para evaluar las perspectivas de flujos de caja de una empresa y una visión clara de su volatilidad potencial. El estado de desempeño corporativo proporciona una manera de estimar ambas cosas al separar los flujos de caja recibidos de aquellos devengados.

Flujos de caja operacionales. La primera parte del estado de desempeño corporativo sigue sólo los flujos de caja operacionales. No reemplaza el estado tradicional de flujos de efectivo porque

excluye los flujos de caja de las actividades de financiamiento: nuevas emisiones de acciones, recompras de acciones, nuevos préstamos, pago de préstamos anteriores y pagos de intereses.

Ingresos y gastos devengados. La segunda parte del informe presenta las cuentas de ingresos y gastos devengados, que estiman los ingresos y egresos futuros de efectivo motivados por transacciones actuales de compra y venta. Los ejecutivos estiman tres escenarios –más probable, optimista y

pesimista– para cuentas devengadas con variados niveles de incertidumbre, que se caracterizan por largos ciclos de conversión en efectivo y amplios rangos de resultados plausibles.

Discusión y análisis de los ejecutivos. En la tercera parte, los ejecutivos presentan el modelo de negocios de la empresa, los indicadores clave del desempeño (tanto financieros como no financieros) y los supuestos críticos que respaldan cada estimación de cuenta devengada.

Flujos de caja operacionales	Ingresos y gastos devengados																																								
<p>\$ _____ Ingreso total</p> <p>- _____ Gastos operacionales:¹</p> <p> _____ Producción</p> <p> _____ Ventas y marketing</p> <p> _____ Administración</p> <p> _____ Impuestos actuales</p> <p>= _____ Utilidad operacional en “efectivo” después de impuestos</p> <p>± _____ Cambio en el capital de trabajo</p> <p>= _____ Flujo de caja de operaciones</p> <p>- _____ Inversiones:</p> <p> _____ Gastos de capital (menos el producto de ventas de activos)</p> <p> _____ Investigación y desarrollo</p> <p> _____ Otras inversiones intangibles</p> <p>= \$ _____ Flujo de caja neto (para tenedores de deuda y accionistas)</p>	<table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th></th> <th>Muy probable</th> <th>Optimista</th> <th>Pesimista</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="4">Cuentas devengadas de incertidumbre media</td> </tr> <tr> <td>Ganancias no realizadas sobre contratos a largo plazo</td> <td>\$ _____</td> <td>\$ _____</td> <td>\$ _____</td> </tr> <tr> <td>Cuentas incobrables</td> <td>_____</td> <td>_____</td> <td>_____</td> </tr> <tr> <td>Obligaciones de garantía</td> <td>_____</td> <td>_____</td> <td>_____</td> </tr> <tr> <td>Cargos por reestructuración</td> <td>_____</td> <td>_____</td> <td>_____</td> </tr> <tr> <td>Impuestos sobre la renta diferidos</td> <td>_____</td> <td>_____</td> <td>_____</td> </tr> <tr> <td colspan="4">Cuentas devengadas de alta incertidumbre</td> </tr> <tr> <td>Pensiones de beneficio definido</td> <td>_____</td> <td>_____</td> <td>_____</td> </tr> <tr> <td>Opciones de acciones para empleados</td> <td>_____</td> <td>_____</td> <td>_____</td> </tr> </tbody> </table>		Muy probable	Optimista	Pesimista	Cuentas devengadas de incertidumbre media				Ganancias no realizadas sobre contratos a largo plazo	\$ _____	\$ _____	\$ _____	Cuentas incobrables	_____	_____	_____	Obligaciones de garantía	_____	_____	_____	Cargos por reestructuración	_____	_____	_____	Impuestos sobre la renta diferidos	_____	_____	_____	Cuentas devengadas de alta incertidumbre				Pensiones de beneficio definido	_____	_____	_____	Opciones de acciones para empleados	_____	_____	_____
	Muy probable	Optimista	Pesimista																																						
Cuentas devengadas de incertidumbre media																																									
Ganancias no realizadas sobre contratos a largo plazo	\$ _____	\$ _____	\$ _____																																						
Cuentas incobrables	_____	_____	_____																																						
Obligaciones de garantía	_____	_____	_____																																						
Cargos por reestructuración	_____	_____	_____																																						
Impuestos sobre la renta diferidos	_____	_____	_____																																						
Cuentas devengadas de alta incertidumbre																																									
Pensiones de beneficio definido	_____	_____	_____																																						
Opciones de acciones para empleados	_____	_____	_____																																						

Discusión y análisis de los ejecutivos

¹Excluye cargos que no son en efectivo, tales como depreciación, amortización, impuestos diferidos y revaloraciones de activos y pasivos. Fuente: Adaptado de Alfred Rappaport, “The Economics of Short-Term Performance Obsession,” *Financial Analysts Journal*, Mayo–Junio 2005.


- los a expensas de lanzar nuevos negocios de crecimiento.
- En algún punto, las inversiones en el negocio básico ya no pueden generar el crecimiento que los inversionistas esperan y el precio de las acciones sufre un revés.
- Para revitalizar el precio de las acciones, la gerencia anuncia una tasa de crecimiento objetivo que está muy por encima de lo que el negocio básico puede entregar, introduciendo así una mayor brecha de crecimiento.
- Enfrentada a esta brecha, la empresa limita el financiamiento a proyectos que prometen mucho crecimiento y muy rápido. Por consiguiente, la empresa rehúsa financiar nuevos negocios de crecimiento que en última instancia podrían acelerar la expansión de la empresa pero que no pueden alcanzar el tamaño suficiente a la velocidad necesaria.
- Los ejecutivos responden con proyecciones excesivamente optimistas a fin de obtener financiamiento para iniciativas en grandes mercados ya existentes, las cuales son potencialmente capaces de generar suficientes ingresos con bastante prontitud para satisfacer las expectativas de los inversionistas.
- Para cumplir con el cronograma planeado para la introducción del nuevo producto o servicio, la empresa origina una enorme estructura de costos antes de obtener algún ingreso.
- Al no aumentar suficientemente los ingresos y persistir las pérdidas, el mercado castiga nuevamente el precio de las acciones y se trae a un nuevo CEO para afirmarlas.
- Al ver que el listado de negocios de nuevo crecimiento está virtualmente vacío, el CEO trata de frenar rápidamente las pérdidas aprobando sólo los gastos que potencian el negocio ya maduro.
- La empresa ha cerrado el círculo y ha perdido un sustancial valor para los accionistas.

Las empresas que toman en serio el valor para los accionistas evitan esta espiral autorreforzante de descenso. Debido a que no enfatizan las expectativas del mercado a corto plazo, invierten en nuevas oportunidades de crecimiento mientras el negocio básico es todavía próspero. Tienen una mejor probabilidad por tanto de llegar primero a un mercado y levantar formidables barreras a la entrada mediante economías de escala o de aprendizaje, efectos positivos de red o ventajas de prestigio. Sus equipos ejecutivos son previsores y sensibles a las oportunidades estratégicas. Con el tiempo, superan a sus competidores en aprovechar oportunidades de lograr una ventaja competitiva.

Aunque la aplicación de los diez principios mejorará las perspectivas a largo plazo para muchas empresas, algunas todavía enfrentarán problemas si los inversionistas siguen concentrados en las ganancias a corto plazo, porque en ciertas situaciones un precio bajo de las acciones puede perjudicar el desempeño operativo. El riesgo es particularmente serio para empresas tales como firmas nuevas de alta tecnología, que dependen mucho de un sólido precio de las acciones para financiar el crecimiento y enviar señales posi-

tivas a los empleados, clientes y proveedores. Cuando bajan los precios de las acciones, vender nuevas acciones diluye excesivamente las participaciones de los actuales accionistas o, en ciertos casos, resta atractivo a la empresa frente a posibles inversionistas. Por consiguiente, la gerencia podría tener que diferir o descartar sus planes de crecimiento que crean valor. Entonces, a medida que los inversionistas se percatan de la situación, el precio de las acciones continúa bajando, conduciendo posiblemente a una adquisición a precio de oportunidad o a la bancarota.

Las empresas con serias limitaciones de capital también pueden ser vulnerables, especialmente si la mano de obra escasea, los clientes son pocos o los proveedores son particularmente poderosos. Un bajo precio de las acciones significa que estas organizaciones no pueden ofrecer perspectivas creíbles de grandes ganancias por la vía de opciones de compra de acciones o de acciones restringidas, lo que dificulta atraer y retener a los empleados talentosos cuyo conocimiento, ideas y destrezas se han convertido cada vez más en una fuente de valor. Desde la perspectiva de los clientes, una baja valoración plantea dudas sobre la fortaleza competitiva y financiera de la empresa así como sobre su capacidad de seguir generando productos innovadores y de alta calidad y servicio confiable postventa. Los proveedores y distribuidores también pueden reaccionar ofreciendo términos contractuales menos favorables o, si perciben una probabilidad inaceptable de dificultad financiera, pueden simplemente negarse a hacer negocios con la empresa. En todos los casos, los problemas de la empresa se agravan cuando los prestamistas consideran los riesgos de desempeño resultantes de un bajo precio de las acciones y exigen mayores tasas de interés y condiciones de préstamo más restrictivas.

Si una empresa es vulnerable en tales aspectos, los ejecutivos responsables obviamente no pueden darse el lujo de ignorar las presiones de mercado a favor del desempeño a corto plazo y la adopción de los diez principios se debe moderar en alguna medida. Pero la realidad es que estas condiciones extremas no se aplican a la mayoría de empresas establecidas y listadas en la bolsa. Pocas dependen de la emisión de acciones para financiar el crecimiento. La mayoría genera suficiente efectivo para pagar bien a sus altos empleados sin recurrir a incentivos de capital. La mayoría también tiene un gran universo de clientes y proveedores con quienes tratar y hay muchos bancos en busca de su negocio. Por tanto, es hora de que los consejos de administración y los CEO aprovechen el momento. Cuanto más pronto convierta usted su empresa en una empresa de nivel 10, más ganarán usted y sus accionistas. ¿Y qué mejor momento que ahora para que los inversionistas institucionales actúen a favor de los accionistas y beneficiarios que representan, e insistan en que el valor a largo plazo para los accionistas se convierta en el principio rector de todas las empresas de sus portafolios? 

Reimpresión R0609C-E