

(GF-10) LA CREACIÓN DE VALOR AL ACCIONISTA, ALGO MÁS QUE UNA MODA

Ana Irimia Diéguez
María José Palacín Sánchez
Universidad de Sevilla

RESUMEN

La creación de valor al accionista, en los últimos tiempos, está suscitando un intenso debate tanto en nuestro país como en el resto de los países desarrollados. Ante esta situación en esta ponencia pretendemos esclarecer los aspectos más relevantes vinculados a este tema, centrándonos en su significado y su aplicación a la toma de decisiones en la empresa. Para terminar analizamos la creación de valor en tres grandes empresas cotizadas españolas.

PALABRAS CLAVE: creación de valor al accionista, objetivo financiero, VMA, EVA, CFROI, beneficio económico.

ABSTRACT

Last time, creating shareholder value has varied as an important issue for discussion both in our country and in another developed countries. In view of this position, we try to explain in this paper the most outstanding questions linked to creating value, focusing on its economic significance and its application to take management decisions. Finally, we analyze creating shareholder value in some big quoted spanish companies.

KEYWORDS: Creating shareholder value, financial objectives, VMA, EVA, CFROI.

1. INTRODUCCIÓN

La creación de valor al accionista, en los últimos tiempos, está suscitando un intenso debate tanto en nuestro país como en el resto de los países desarrollado. Aunque en la teoría financiera está generalmente aceptado que el objetivo financiero debe ser expresivo de los deseos de los accionistas, sin embargo en la práctica, surgen diferencias a la hora de definir e implantar el mismo. Esto ha llevado incluso, a la posibilidad de definir dos grandes modelos de gestión de empresas: el anglosajón y el de Europa continental. La principal diferencia entre ambos radica en que si bien en los países anglosajones los dirigentes de la organización tradicionalmente han perseguido de manera prioritaria la maximización del valor de la empresa para sus accionistas, en los países de la Europa continental se imponía más un sistema que debía buscar la satisfacción de todos los participantes en la organización, quedando el objetivo de creación de valor al accionista en un discreto segundo plano.

En los últimos tiempos, están aconteciendo importantes cambios en las economías europeas: aumento del tamaño de las empresas, mayor separación de la propiedad y el control, privatización masiva de las empresas públicas, mayor presencia de accionistas institucionales en el capital de las sociedades, y una actividad mucho más fuerte en el mercado de control de empresas (prueba de ello es la intensa actividad en fusiones y adquisiciones, incluidas OPAs hostiles, a las que estamos asistiendo). Estos cambios están originando un cambio de mentalidad en la dirección de la empresa europea, y se está imponiendo cada vez con más fuerza el modelo anglosajón, lo que supone la búsqueda de la creación de valor para los accionistas como objetivo prioritario, aunque matizado por las especificidades de la cultura empresarial de cada país.

España no esta siendo ajena a este proceso, y ya es bastante frecuente, sobre todo, entre las empresas cotizadas, que se mencione de manera reiterada en las memorias, en las juntas de accionistas, e incluso, en comunicaciones en prensa, que la creación de valor a los accionistas guía sus

actuaciones. Siendo esta tendencia mucho más acentuada en las grandes sociedades que ya llevan unos años implantando esta nueva filosofía.

Ante esta situación en esta ponencia nos proponemos en primer lugar esclarecer, según los últimos avances en finanzas, lo que significa la creación de valor para el accionista. En segundo lugar, definiremos algunas de las medidas de creación de valor que se están imponiendo con más fuerza. Y, por último, intentaremos contrastar entre las grandes empresas españolas cotizadas, según cifras de capitalización, cómo ciertamente esta tendencia se va imponiendo.

2. LA CREACIÓN DE VALOR AL ACCIONISTA COMO EXPRESIÓN DEL OBJETIVO FINANCIERO

La Dirección Financiera de la Empresa ha requerido, desde siempre, como paso previo para el adecuado tratamiento de las decisiones financieras la delimitación del objetivo u objetivos financieros a alcanzar a través de dicha toma de decisiones.

En realidad el área financiera como una más de las áreas de la empresa, debe con su objetivo contribuir a alcanzar el objetivo último de la empresa y evitar colisionar con él. Con relación a este tema, los normativos de las Finanzas propusieron para la función financiera un único objetivo expresivo de los deseos de los accionistas, ya que reconocían que éstos forman el grupo prioritario o de mayor presión dentro de la organización.

Una vez aceptado para la función financiera, un objetivo que refleje los deseos del accionista, lo necesario era cuantificar, o más bien establecer un índice de medida para los intereses de los propietarios. Con relación a este aspecto, y habida cuenta de la evolución experimentada por la función financiera, se han realizado diversas aportaciones a lo largo del tiempo, entre las que destacamos las dos más conocidas:

a) Objetivo financiero centrado en los beneficios empresariales

Tradicionalmente se tomaba como índice de medida representativo de los deseos del accionista al beneficio, pretendiéndose su maximización. Este objetivo ha sido materia de importantes críticas, entre las que destacamos:

- el concepto de beneficio ofrece una gran ambigüedad y subjetividad en su determinación y cuantificación;
- no considera el riesgo asociado a estas ganancias por lo que no informa sobre la calidad del beneficio presuntamente llevado al máximo, cuando sabemos que el comportamiento racional del inversor hace depender su rentabilidad mínima requerida al nivel de riesgo soportado.

Por estos motivos, los objetivos cifrados sobre aumentos en los beneficios, independientemente de la acepción utilizada: beneficio neto, beneficio por acción, no son buenas guías en la toma de decisiones financieras.

b) Objetivo financiero centrado en la creación de valor a los accionistas.

Según este nuevo enfoque, y aceptándose que el grupo prioritario en la empresa son los propietarios, se establece que la corporación debe conseguir el bienestar de sus propietarios, entendiendo por bienestar la maximización de la riqueza, y por propietarios a los accionistas. En consecuencia, como la riqueza que poseen los accionistas, con respecto a la empresa, son sus acciones, establece como objetivo financiero la maximización del valor de la empresa en mercado para los accionistas, es decir, la maximización del valor de las acciones. En principio, esta cuantificación del objetivo financiero frente a la anterior presenta la ventaja de considerar el riesgo de la empresa ya que

el mercado al valorar las acciones de la compañía no sólo tiene en cuenta la situación actual de la empresa sino también sus expectativas de futuro.

Las empresas que no cotizan en bolsa también tienen que atender a dicho objetivo. La única diferencia consiste en la ausencia de una evaluación externa permanente de las bondades de la gestión, al estilo de la cotización bursátil, por lo que la cuantificación de ese objetivo financiero deberá hacerse mediante algún método de valoración, replicando el proceso de valoración que se realiza en el mercado de valores.

Esta definición de objetivo financiero es la generalmente aceptada tanto por los teóricos en finanzas (véase por ejemplo Weston y Brigham, 1994; Brealey Myers, 1998; Weston y Copeland, 1995) como por los directores financieros de las empresas. Hemos de puntualizar que si bien el objetivo financiero no es el objetivo final de la empresa (aunque en los últimos tiempos tienden a confundirse bastante) sí es el objetivo básico al que las restantes áreas funcionales y la propia estrategia global deben acomodarse, para lograr como afirma el profesor Rafael Termes, "si no el máximo valor de mercado de los fondos propios, sí aquel razonable valor que asegure, mediante la adhesión de los accionistas, el logro de los restantes objetivos y, en primer lugar, la supervivencia y expansión de la empresa, para satisfacción de todos los que a ella se hallan vinculado." En realidad, el objetivo financiero pretende ser un objetivo operativo e instrumental, ya que la maximización del valor de mercado de las acciones de la propia empresa puede traducirse en políticas concretas cuyos resultados en orden al logro del objetivo son cuantitativamente medibles.

Aceptado el objetivo de creación de valor para el accionista, vamos a intentar definirlo de forma operativa. Para ello, es necesario describir previamente una serie de conceptos relacionados con la creación de valor.

- *aumento del valor de mercado de la empresa*, o aumento del precio que el mercado está dispuesto a pagar por las acciones de la empresa en un periodo de tiempo determinado. En el caso de empresas cotizadas, este término se conoce como capitalización bursátil.
- *aumento del valor para los accionistas* es la diferencia entre la riqueza de que disponen al final de un periodo y la que disponían en el periodo anterior. Al referirnos a empresas cotizadas, se define:

Aumento de valor para los accionistas = Capitalización_t - Capitalización_{t-1} + Dividendos pagados_t - Desembolsos por ampliaciones de capital_t + Pagos a los accionistas por reducciones de capital_t .

Por tanto, un aumento de la capitalización bursátil no implica necesariamente un aumento del valor para los accionistas, pues hay que considerar las variaciones en el número de acciones en circulación (p.ej. la empresa compra acciones propias en el mercado) y la renta percibida por los accionistas.

- *creación de valor para los accionistas*, para que se produzca creación de valor es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones. Definimos ambos conceptos:

1. la rentabilidad para los accionistas es el aumento del valor para los accionistas en un periodo, dividido por la capitalización al inicio del periodo. Podemos expresarlo de la siguiente forma:

$$r_a = \Delta \text{Cap} / \text{Cap}_{t-1}$$

2. la rentabilidad exigida a las acciones es la que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados.

Existen diversos métodos para calcular esta rentabilidad. El más utilizado, aunque no está exento de críticas, es el basado en el modelo de valoración de activos, más conocido como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Según este modelo, la rentabilidad exigida a un activo es igual a la rentabilidad esperada del mismo y se compone, de la suma de la rentabilidad de los activos financieros sin riesgo más una prima por riesgo, definida como la beta del activo multiplicada por la rentabilidad exigida al mercado por encima de la rentabilidad sin riesgo:

$$K_e = K_r + (K_m - K_r) \times \beta$$

En el caso de empresas cotizadas es relativamente fácil calcular la β o volatilidad media de la empresa con respecto al mercado. Este dato se publica en los boletines de cotización que publica la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Por tanto, la creación de valor para el accionista se cuantifica por la diferencia entre la rentabilidad obtenida y la rentabilidad exigida a las acciones, que según la nomenclatura utilizada será:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = (r_a - K_e) \times \text{Cap}$$

Si sustituimos la rentabilidad para los accionistas por la expresión arriba indicada, obtenemos:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \Delta \text{Cap} - K_e \times \text{Cap}$$

Es decir, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de las expectativas que se reflejan en la rentabilidad exigida por los mismos.

Los conceptos hasta ahora relacionados están referidos a empresas cotizadas, si bien sería igualmente aplicables para las no cotizadas, sustituyendo la cotización por el valor de mercado. Este valor puede obtenerse aplicando un método de valoración como el flujo de fondos descontado.

3. TÉCNICAS DE GESTIÓN ORIENTADAS A LA CREACIÓN DE VALOR

En los últimos tiempos en las empresas ha surgido la necesidad de encontrar medidas financieras que ayuden a trasladar esta idea de creación de valor a todas las áreas de la empresa. Estas medidas suelen relacionar datos del mercado con datos internos de la compañía, expresados normalmente en términos de flujos de fondos.

A continuación, analizamos de forma resumida una serie de medidas de creación de valor que consideramos más representativas, aunque existen otras técnicas estas suelen ser variantes de las aquí expuestas.

- MVA (acrónimo de Market Value Added) o valor de mercado creado
- Beneficio económico (en adelante BE)
- EVA (acrónimo de Economic Value Added) o valor económico creado
- CFROI (acrónimo de cash flow return on investment) o cash flow generado sobre la inversión.

El MVA es la diferencia entre el valor de mercado de las acciones de la empresa y su valor contable. Si el MVA es positivo, cada peseta que los accionistas entregaron a los directivos de la empresa ahora vale en el mercado más de una peseta: se ha creado valor.

$$\text{MVA}_t = \text{Cap}_t - \text{FP}_t$$

siendo, FP_t el valor contable de los fondos propios en el momento t .

Algunas variantes del MVA incluyen la deuda financiera a valor de mercado y a valor contable.

El *BE* se define como el beneficio contable neto de impuestos menos el valor contable de las acciones (al principio del periodo), multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones.

$$BE_t = BN_t - K_e \times FP_{t-1}$$

Esta definición de beneficio económico es una de las posibles variantes de lo que tradicionalmente se ha llamado "valor o beneficio residual" y que se definía como la diferencia entre el beneficio operativo y los costes de capital.

El *EVA* anual se expresa como la diferencia entre el flujo de caja libre operativo y el producto del importe de los capitales invertidos multiplicado por el coste medio ponderado de capital, es decir el *EVA* es una medida del valor en base a la rentabilidad diferencial obtenida frente a la rentabilidad media que, a igualdad de riesgo, el mercado ofrece a un inversor.

$$EVA \text{ anual} = FCFop - (CMPC \times CI)$$

El flujo de caja libre operativo, *FCFop*, representa el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad del negocio. Para valorar le empresa, se comparan los *FCFop* con el coste medio ponderado de los capitales, *CMPC*, que incluye los capitales propios y los ajenos.

El capital invertido, *CI*, se define como la suma de los recursos empleados en la empresa que hay que remunerar. Se corresponde con la cifra contable de fondos propios más la deuda financiera, a corto y largo plazo. El cálculo del *CI* ha de realizarse en consonancia con el de los flujos de caja libres operativos, para que las cifras obtenidas sean representativas.

El concepto de *EVA* no es nuevo. No obstante, los impulsores del nuevo *EVA* como herramienta de gestión son los consultores americanos Stern Stewart&Co que incluso, han registrado las siglas *EVA* como acrónimo propio.

Un *EVA* positivo significa que la rentabilidad obtenida es superior al coste de los recursos, es decir, se está creando valor en relación a lo que los accionistas esperaban. En caso contrario, se produce una destrucción de valor, a pesar de que la empresa pueda estar obteniendo beneficios contables.

El *MVA* se puede ver también como el valor actual de todos los *EVAs* o los *BEs* futuros de una compañía. Desde este punto de vista, el *MVA* representa la valoración que la bolsa hace en cualquier momento de los proyectos de inversión futuros de la empresa.

El *CFROI* trata de medir la verdadera rentabilidad generada por las inversiones de una empresa, y sería el *TIR* de los flujos ajustados por inflación asociados con la inversión. Una empresa crea valor para los accionistas si el *CFROI* es superior al coste de capital sin inflación:

$$CMPC \text{ sin inflación} = (1 + CMPC) / (1 + \text{inflación}) - 1$$

Con relación a todas estas medidas, existe un debate acerca de cuál de ellas está más directamente correlacionada con la creación de valor para el accionista. No obstante, cualquiera que sea la medida elegida en la empresa, la misma debe plantearse con una perspectiva de futuro y establecerse para un periodo razonable, entre tres y cinco años al menos.

En cualquier caso por el simple hecho de fijar medidas que estén correctamente basadas en principios de valor, no se asegura de forma automática el resultado deseado. Es necesario implantar un sistema de gestión basado en la creación de valor, que abarque tanto los aspectos estratégicos como los

operativos de la empresa. Si no se cuenta con un sistema que apoye las medidas de creación de valor para el accionista, muchas compañías tendrán problemas para explicar los resultados obtenidos. Por este motivo, en los últimos tiempos, son importantes los esfuerzos que se están realizando en muchas empresas para establecer una conexión entre la estrategia basada en el valor y las distintas divisiones operativas de la compañía.

A la hora de definir estrategias encaminadas a la creación de valor, es interesante recordar que el precio de las acciones en los mercados de valores se ve influido por factores que escapan al control de las empresas. El ejemplo más claro son los tipos de interés. Pero que duda cabe que estos factores exógenos habrán de ser considerados a la hora de tomar las decisiones financieras.

4. LA EXPERIENCIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LA CREACIÓN DE VALOR

En España, esta tendencia hacia la creación de valor a los accionistas se está implantando, y es bastante frecuente que en las memorias anuales, en las juntas de accionistas, e incluso, en comunicaciones en prensa, de las grandes empresas cotizadas se mencione que la creación de valor a los accionistas guía sus actuaciones.

Para apreciar esta orientación cada vez más clara de las grandes empresas cotizadas hacia la creación de valor vamos a analizar a modo de ejemplo a tres de las más importantes compañías por capitalización bursátil del mercado español: Telefónica, Repsol y Endesa.

El análisis de la creación de valor en empresas cotizadas debe considerar los dos elementos básicos a la hora de determinar la riqueza de los accionistas: la variación en el precio de la acción y los rendimientos obtenidos para el periodo considerado. Y ello pasa por analizar los cambios en la composición del capital social, de forma que habrá que considerar aquellas ampliaciones que supongan un desembolso por parte de los accionistas y eliminar aquellas que sean meros desdoblamientos del nominal, como los que actualmente realizan las empresas para adaptarse a la moneda única. En los cuadros adjuntos se observa el proceso de creación de valor seguido por las tres empresas seleccionadas.

TELEFÓNICA	Datos en miles de euros				
	SEP/99	98	97	96	95
Capitalización	48.078.698	38.867.264	24.561.525	17.023.680	9.485.836
Incremento capitalización	9.211.434	14.305.739	7.537.845	7.537.844	
Aumento del valor de la empresa	9.211.434	14.305.739	7.537.845	7.537.844	
Nº de acciones (x 1.000)	3.198.849	1.024.878	939.471	939.471	939.471
Dividendos			575.924	502.522	429.119
Ampliaciones de capital liberadas	283.512	253.970			
Aumento del valor a los accionistas	9.211.434	14.305.739	8.113.769	8.040.366	
Rentabilidad para los accionistas	23,70%	58,24%	44,28%	79,46%	
Rentabilidad de las obligaciones a diez años	5,36%	4,31%	5,95%	8,87%	11,45%
Prima por riesgo	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Rentabilidad exigida a la acción	9,36%	8,31%	9,95%	12,87%	15,45%
REPSOL	Datos en miles de euros				
	SEP/99	98	97	96	95
Capitalización	21.847.320	13.648.980	11.719.710	8.979.120	7.167.060
Incremento capitalización	8.198.340	1.929.270	2.740.590	1.812.060	
Aumento del valor de la empresa	8.198.340	1.929.270	2.740.590	1.812.060	

TELEFÓNICA	Datos en miles de euros				
Nº de acciones (x 1.000)	1.188.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Dividendos		396.649	360.606	326.348	308.318
Oferta pública de suscripción	-288.000	0			
Aumento del valor a los accionistas	7.910.340	2.325.919	3.101.196	2.138.408	
Rentabilidad para los accionistas	57,96%	16,46%	30,52%	25,28%	
Rentabilidad de las obligaciones a diez años	5,36%	4,31%	5,95%	8,87%	11,45%
Prima por riesgo	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Rentabilidad exigida a las acciones	9,36%	8,31%	9,95%	12,87%	15,45%
Creación de valor para los accionistas	48,60%	8,15%	20,57%	12,41%	

ENDESA	Datos en miles de euros				
	SEP/99	98	97	96	95
Capitalización	18.888.137	21.576.742	16.907.956	14.439.020	10.735.500
Incremento capitalización	-2.688.605	4.668.786	2.468.936	3.703.520	
Aumento del valor de la empresa	-2.688.605	4.668.786	2.468.936	3.703.520	
Nº de acciones (x 1.000)	1.058.752	954.808	1.040.022	260.006	260.006
Dividendos		504.986	481.299	437.545	290.654
Reducción de capital social		1.989.707			
Ampliación por fusión	-124.944	0			
Aumento del valor a los accionistas	-2.813.549	7.163.479	2.950.235	4.141.065	
Rentabilidad para los accionistas	-13,04%	27,61%	17,10%	34,50%	
Rentabilidad de las obligaciones a diez años	5,36%	4,31%	5,95%	8,87%	11,45%
Prima por riesgo	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Rentabilidad exigida a las acciones	9,36%	8,31%	9,95%	12,87%	15,45%
Creación de valor para los accionistas	-22,40%	19,30%	7,15%	21,63%	

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos bursátiles.

Nota aclaratoria a los cuadros:

- Los dividendos incluyen los dividendos a cuenta y los complementarios devengados en el periodo independientemente del momento del pago.
- Las ampliaciones y reducciones de capital incluidas son las que suponen un trasvase de fondos entre los accionistas y la empresa. No se incluyen, por tanto ni los splits ni las ampliaciones de capital liberadas.

5. CONCLUSIONES

La creación de valor a los accionistas es un tema de candente actualidad tanto en España como en el resto de los países desarrollados. Es más, se está produciendo un intenso debate con relación a este tema en foros muy diversos: universitarios, políticos, empresariales y periodísticos.

En esta ponencia hemos dejado claro que la creación de valor al accionista no es algo nuevo, ya que representa la expresión del objetivo de la función financiera de la empresa generalmente aceptada tanto por los teóricos en finanzas como por los directores financieros de las empresas, lo que sí resulta novedoso al menos en la Europa continental, es que las empresas están mostrando, cada vez más, una mayor orientación hacia ese objetivo, tal como hemos visto para tres de las grandes empresas cotizadas españolas.

Esta tendencia está originando la necesidad de definir medidas financieras que ayuden a trasladar esta idea de creación de valor a todas las áreas de la empresa. Algunas de estas medidas las hemos analizado en esta ponencia, aunque todavía no existe unanimidad con respecto a cuál de ellas es la mejor para alcanzar el objetivo financiero antes citado.

En cualquier caso por el simple hecho de fijar medidas que estén correctamente basadas en principios de valor, no se asegura de forma automática el resultado deseado. Es necesario implantar un sistema de gestión basado en la creación de valor, que abarque tanto los aspectos estratégicos como los operativos de la empresa. Si no se cuenta con un sistema que apoye las medidas de creación de valor para el accionista, muchas compañías tendrán problemas para explicar los resultados obtenidos. Por este motivo, en los últimos tiempos, son importantes los esfuerzos que se están realizando en muchas empresas para establecer una conexión entre la estrategia basada en el valor y las distintas divisiones operativas de la compañía.

En definitiva, la creación de valor al accionista es uno de los temas financieros que ha experimentado un mayor desarrollo en los últimos tiempos, y es de esperar que ello continúe en el futuro. Deberemos, pues, estar atentos a los avances que se vayan presentado ya que los mismos condicionarán la gestión financiera y empresarial del próximo milenio.

BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV. (1997): *El director financiero: arquitecto del futuro de la empresa*, Price Waterhouse, Madrid.
- BREALEY & MYERS (1998): *Fundamentos de financiación empresarial*, 5ª ed. McGraw Hill, Madrid.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*, Ediciones 2000, Barcelona.
- GARCÍA ALONSO, A. (1998): "¿Qué es y cómo se utiliza el EVA?" , Harvard-Deusto, nº 62.p 20-26.
- JENSEN, M.C. (1993): "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, nº 48. p. 831-881.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, nº. 3.
- MOCHÓN F. y RAMBLA, A. (1999): *La creación de valor y las grandes empresas españolas*, Ariel, Barcelona.
- TERMES, R. (1998): *Inversión y coste de capital*, McGraw-Hill , Madrid.
- WESTON & BRIGHAM (1994): *Fundamentos de Administración financiera*, 10ª ed., Interamericana, México.
- WESTON Y COPELAND, (1995): *Finanzas en Administración*, vol. I, 9ª ed. McGraw-Hill, Mexico.
- www.cnmv.es
- www.repsol.es
- www.endesa.es
- www.telefonica.es