



ANÁLISIS

# Crisis bursátil y valoración de empresas

Los excesos de la burbuja digital no invalidan la necesidad de contar con nuevos métodos de valoración de empresas que estén adaptados a la sociedad del conocimiento en que vivimos.

**A**NTE la crisis financiero-tecnológica que asola los mercados bursátiles y, de paso, muchos sectores de la economía real, hemos tomado una actitud que recuerda costumbres ancestrales: queremos ponerles nombre y apellidos a los culpables de estos imprevistos desastres y, si es posible, llevarles a la cárcel. Hace milenios, eran divinidades paganas las causantes de tormentas y terremotos; hoy atribuimos a los tramposos ejecutivos de las compañías quebradas (Enron y compañía) la responsabilidad de esta catástrofe económica. La coincidencia temporal con el 11-S no hace sino reforzar esta tendencia a personalizar el mal.

La persecución de los ejecutivos tramposos y el establecimiento de controles para evitar la 'contabilidad creativa' son, sin duda, aspectos importantes (y en todo caso, inevitables) de lo que hay que hacer para devolver la confianza a los mercados, sin la cual será muy difícil salir de la crisis. Pero nuestro análisis de los acontecimientos no debería quedarse en esto. Entre otras cosas, si pensamos que la falta de ética de los dirigentes ha sido verdaderamente la causa de la burbuja especulativa y no buscamos otras razones estructurales, estaremos condenados a repetir la experiencia una vez que la dolorosa memoria de este periodo se haya debilitado (y esto ocurrirá mucho más pronto de lo que pensamos).

No olvidemos que la ambición desmedida y la avaricia son componentes de la naturaleza humana en sociedad. Cada vez que se arma una burbuja financiera surgen personajes que empiezan realizando ganancias disparatadas, son jaleados por los medios como héroes de la nueva modernidad (sin que nadie les susurre al oído "recuerda que eres mortal", como se hacía en la Antigüedad con los generales romanos victoriosos) y terminan por creer que pueden saltarse todas las reglas, momento que normalmente antecede a su estrepitosa caída cuando la burbuja se desinfla.

## Buen gobierno

Es fascinante comprobar que esta pauta se repite una y otra vez (sin ir más lejos, recuérdense a Ivan Boesky y Michael Milken, los reyes de los *bonos basura*, que terminaron encarcelados a finales de los años 80). Pero, desde el punto de vista del 'buen gobierno' de la economía y las empresas, quizás sea más importante buscar los factores estructurales que propician este tipo de comportamientos.

En la crisis que nos ocupa, un factor fue, sin duda, la incentivación de los directivos mediante las famosas *stock options*. En un principio parecía una buena idea. Si el directivo está para orientar la compañía hacia la 'creación de valor', qué mejor sistema de remuneración que pagarle en acciones. Pero durante la euforia bursátil la valoración de las empresas se disparó y eso hizo que las *stock options* no representaran un complemento, una fracción más o menos grande de una anualidad de salario, sino cantidades astronómicas, suficientes para cambiar la vida del directivo y de sus familiares y descendientes durante varias generacio-



Hay que homologar y difundir los nuevos métodos de valoración de empresas.

nes. De ahí a perder la cabeza hay un paso muy corto. ¿Supone esto que las *stock options* son un mecanismo perverso? No necesariamente. La tentación irracional no vino por las *stock options* en sí mismas, sino por equiparar el valor de la empresa con su 'capitalización bursátil' en momentos de euforia especulativa. Esto nos lleva a un segundo problema estructural, de mucho mayor calado: ¿qué criterios utilizamos para valorar las empresas en la moderna sociedad del conocimiento?

## Comentarios

Como hemos podido comprobar una vez más durante los años 1998 a 2000, la cotización bursátil de las empresas no es un buen indicador de su valor real y, sobre todo, puede ser extremadamente inestable. Cuando se dan las condiciones adecuadas para una burbuja especulativa, se

**Los instrumentos de valoración de los que se dispone son inadecuados para la famosa economía del conocimiento**

pierde completamente la correlación entre la realidad económica de las empresas y sus capitalizaciones en bolsa y, por lo tanto, los mercados financieros dejan de ser un mecanismo eficiente de asignación de recursos.

En esas condiciones, los comentarios y valoraciones de los analistas financieros no sólo no ayudan a corregir excesos, sino que contribuyen a crear las corrientes de opinión que alimentan la burbuja. En parte se debe a un conflicto de intereses, pues la mayoría de los analistas trabajan

para bancos de inversión que ganan mucho dinero con las colocaciones de nuevas compañías en bolsa en época de euforia.

Pero solucionar el conflicto de intereses es la parte fácil de la historia: se consigue obligando a los analistas a ser por definición independientes, separándolos de los bancos de inversión y regulando su actividad. Es muy posible que esto ocurra en breve, pero permanecerá la parte más complicada y no menos importante: los instrumentos de valoración de los que se dispone son inadecuados para la famosa 'economía del conocimiento', en la que estamos realmente inmersos.

En tanto que entidades orientadas a la fabricación y venta (con beneficio) de determinados productos y servicios, las empresas sólo pueden 'crear valor' de tres maneras distintas: conquistando clientes, incrementando la productividad de los procesos internos, y desarrollando nuevos productos y servicios. Si queremos cuantificar lo que vale una empresa, necesitamos medir su actividad y resultados en esos tres ejes de creación de valor y, en una era dominada por la información y el conocimiento, los métodos de medición deben ser necesariamente distintos de aquellos que se desarrollaron y consolidaron durante la era industrial, y que son los que se reflejan en los métodos 'tradicionales' de contabilidad, orientados a la valoración de activos físicos.

Lo paradójico es que este problema se diagnosticó correctamente hace más de diez años, cuando se empezaron a desarrollar las teorías sobre el 'capital intelectual', pero una práctica inadecuada durante los años de euforia digital llevó a métodos caricaturescos de medición del valor, y ahora, pinchada la burbuja, exis-

te una fortísima tendencia de vuelta al pasado, a los métodos tradicionales, que pueden devolver algo de ensañez a las valoraciones bursátiles pero no resuelven el problema de fondo.

Por poner un ejemplo: los gastos de marketing y publicidad están directamente relacionados con la dimensión de 'conquista de clientes', que es esencial para que una empresa crezca y tenga beneficios. Si esto es cierto en general, desde que vivimos en una sociedad de consumo, lo es aún más en algunos de los sectores más innovadores: así, las compañías que consiguen tener éxito en el campo del desarrollo de productos software dedican a marketing una parte muy sustancial de sus presupuestos (15%-20%), incluso mayor que la que dedican a I+D de sus productos. Con criterios de contabilidad tradicional, esos gastos de marketing son dudosamente consolidables como activos de la compañía y, aparentemente, no generan valor. En la época de euforia digital, nos fuimos al extremo contrario: cualquier gasto de marketing era venerado como parte del necesario esfuerzo de creación de marca y, para medir la capacidad de conquista de clientes, se utilizaron métricas tan peregrinas como el número de visitas a una página web.

Después de las insensatas cometidas durante la época de euforia, es inevitable (e incluso sano) volver al rigor metodológico de la contabilidad tradicional, pero esto no debe taparnos la realidad del problema: en la sociedad de la información es inconsistente que sólo sigamos utilizando métodos de valoración originarios en los siglos XV y XVI, y plenamente adaptados a una contabilidad de activos físicos, propia de la era industrial.

Existen ya iniciativas serenas e importantes en este campo. Tienen existencia las elaboraciones teóricas y prácticas sobre el capital intelectual y el método conocido como EVA (Economic Value Added). Más recientemente, se han puesto a punto métodos como TEI (Total Economic Impact) para obtener una valoración adecuada de las inversiones en tecnologías de la información. Pero sólo se obtendrán beneficios a gran escala de estos nuevos métodos de valoración cuando se haya hecho un considerable esfuerzo para completarlos, homologarlos, difundirlos y conseguir que sean adoptados por la generalidad de las empresas.

Si utilizamos métodos obsoletos para observar y medir lo que nos importa, es probable que la representación de los problemas que queremos resolver sea artificialmente compleja y que las soluciones que proponemos sean contraproducentes. Por utilizar un símil de las Ciencias Naturales, mientras nos empeñamos en observar con una lupa fenómenos cuya comprensión requiere de la invención del microscopio, seguiremos sacando conclusiones erróneas (e indignándonos cuando la realidad desmentira nuestras expectativas).