

Un indicador con presencia permanente en el mercado

Creación de valor para los accionistas: Conceptos básicos



Manejado frecuentemente por analistas y profesionales del mercado, el concepto de creación de valor, nuevo para muchos, sigue siendo algo difuso para un amplio espectro de inversores. Siguiendo su vocación docente, Pablo Fernández ha querido “dulcificar” la materia y ofrece a todos los lectores este artículo donde se analizan en detalle, y siguiendo un ejemplo práctico (Telefónica 1991-1999), todos los aspectos relevantes que afectan o están en relación con el concepto de creación de valor.

El 31 de diciembre de 1991, Telefónica tenía en circulación 926,95 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue 7,39 euros. El 31 de agosto de 1999 Telefónica tenía en circulación 3.198,84 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue 15,1 euros. Por consiguiente, la capitalización de Telefónica aumentó desde 6.852 millones de euros en diciem-

bre de 1991 hasta 48.302 millones de euros en agosto de 1999. El aumento de la capitalización en ese periodo fue de 41.450 millones de euros. Pero esto no es la creación de valor para los accionistas de Telefónica en esos años. La **figura 1** muestra que entre diciembre de 1991 y agosto de 1999 el aumento de la capitalización de Telefónica fue 41.450 millones de euros, el aumento del valor para los accionistas

fue 41.739 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue 29.208 millones de euros. Para llegar a la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones. Es importante no confundir la creación de valor para los accionistas con ninguno de los conceptos mencionados. A continuación se explican todos estos conceptos.

1. AUMENTO DE LA CAPITALIZACION DE LAS ACCIONES

La capitalización de una empresa que cotiza en bolsa es el valor de mercado de la empresa, esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones. El aumento de la capi-



TABLA 1. TELEFONICA: CAPITALIZACION Y AUMENTO DE CAPITALIZACION EN CADA AÑO (MILLONES DE EUROS)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	AG 99
Capitalización	6.852	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	48.303
Aumento Capitaliz.		-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538	15.083	8.658

TABLA 2. TELEFONICA: AUMENTO DE LA CAPITALIZACION Y AUMENTO DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS (MILLONES DE EUROS)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	AG 99	TOTAL
Capitalización	-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538	15.083	8.658	41.450
+ dividendos	329	340	350	373	429	503	628	0	2.951
+ otros pagos a accionistas	0								
- desembolsos de los accionistas							-2.567		-2.567
- convertibles convertidas				-95					-95
= Valor accionistas	-173	4.379	-1.260	983	7.967	8.040	13.145	8.658	41.739

TABLA 3. RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS DE TELEFONICA (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	AG 99	TOTAL
Rentabilidad accionistas	-3	69	-13	12	84	47	54	22	31

talización en un año es la capitalización al final de dicho año menos la capitalización al final del año anterior.

$$\text{Aumento de la capitalización de las acciones}_t = \text{Capitalización}_t - \text{Capitalización}_{(t-1)}$$

La **tabla 1** muestra la evolución de la capitalización de Telefónica y el aumento de capitalización en cada año. Es importante no confundir el aumento de la capitalización de las acciones con el aumento del valor para los accionistas, ya que son dos conceptos distintos como se verá en el siguiente apartado.

2. AUMENTO DEL VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Se denomina aumento del valor para los accionistas a la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían el año anterior. El aumento de la capitalización de las acciones no es el aumento del valor para los accionistas.

Se produce un aumento de la capitalización, pero no un aumento del valor para los accionistas cuando:

- los accionistas de una empresa suscriben acciones nuevas de la empre-

sa pagando dinero, y cuando

- se produce una conversión de obligaciones convertibles.

Se produce una disminución de la capitalización, pero no una disminución del valor para los accionistas cuando:

- la empresa paga dinero a todos los accionistas: dividendos, reducciones de nominal, y cuando
- la empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones)

El aumento del valor para los accionistas se calcula del siguiente modo:

$$\begin{aligned} \text{Aumento del valor para los accionistas} = & \text{Aumento de la capitalización de las acciones} + \\ & + \text{Dividendos pagados en el año} - \\ & - \text{Desembolsos por ampliaciones de capital} + \\ & + \text{Otros pagos a los accionistas (reducciones de} \\ & \text{nominal, amortización de acciones...)} - \\ & - \text{Conversión de obligaciones convertibles} \end{aligned}$$

La **tabla 2** muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el periodo 1991-1999. El aumento del valor para los accionistas ha sido superior al aumento de la capitalización todos los años excepto en 1998, año en el que Telefónica realizó una impor-

tante ampliación de capital.

Pero el aumento del valor para los accionistas tampoco es la creación de valor para los mismos. Para que se produzca creación de valor en un periodo es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones.

3. RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS

La rentabilidad para los accionistas es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido por la capitalización al inicio del año.

$$\text{Rentabilidad para los accionistas} = \frac{\text{Aumento del valor para los accionistas}}{\text{Capitalización}}$$

Por ejemplo, como muestra la **tabla 3**, la rentabilidad para los accionistas de Telefónica del año 1998 fue 54%: el aumento del valor para los accionistas del año 1998 (13.145 millones de euros) dividido por la capitalización al final de 1997 (24.562 millones de euros).

Otro modo de calcular la rentabilidad para los accionistas es: aumento



TABLA 4. EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD DE LOS BONOS DEL ESTADO A 10 ANOS Y RENTABILIDAD EXIGIDA A LAS ACCIONES DE TELEFONICA (%) DATOS A DICIEMBRE

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bonos del Estado a 10 años	11,3	12,5	8,1	11,9	9,7	6,9	5,6	4
Rentabilidad exigida a las acciones (Ke)	15,8	16,6	12,2	16	14,2	11,6	9,6	7,7

TABLA 5. TELEFONICA: EVOLUCION DEL AUMENTO DE LA CAPITALIZACION, DEL AUMENTO DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS Y DE LA CREACION DE VALOR (MILLONES DE EUROS)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	AG 99	TOTAL
Capitalización	-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538	15.083	8.658	41.450
Valor accionistas	-173	4.379	-1.260	983	7.967	8.040	13.145	8.658	41.739
Creación de valor	-1.253	3.324	-2.628	-325	6.620	6.064	10.780	6.625	29.208

de la cotización de la acción, más los dividendos, derechos y otros cobros (reducciones de nominal, pagos especiales...) dividido por la cotización de la acción al inicio del año.

4. RENTABILIDAD EXIGIDA A LAS ACCIONES

La rentabilidad exigida a las acciones (también llamada coste de las acciones) es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones depende de los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Un ejemplo. En diciembre de 1997, los bonos del estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 5,6%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 5,6% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del riesgo de la empresa. Lógicamente exigiría más rentabilidad a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en acciones de otra empresa de menor riesgo.

La rentabilidad exigida es la suma del tipo de interés de los bonos del estado a largo plazo más una cantidad que se suele denominar **prima de riesgo** de la empresa y que depende del riesgo de la misma.

◆◆◆

Entre diciembre de 1991 y agosto de 1999 el aumento de la capitalización de Telefónica fue de 41.450 millones de euros, y la creación de valor fue de 29.208 millones de euros

◆◆◆

$$\begin{aligned} \text{Rentabilidad exigida} &= \\ &= \text{Rentabilidad de los bonos del estado a largo plazo} + \\ &+ \text{Prima de riesgo} \end{aligned}$$

Se llama Ke a la rentabilidad exigida a la inversión por el accionista, también denominada coste de las acciones o de los recursos propios.

$$\begin{aligned} \text{Ke (coste de las acciones)} &= \\ &= \text{rentabilidad exigida a las acciones} \end{aligned}$$

Poniendo esta idea en forma de ecuación, diremos que la rentabilidad exigida a la inversión en acciones de la empresa (Ke), es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se

percibe de la empresa {1}:

$$\begin{aligned} \text{Ke} &= \text{rentabilidad de los bonos del estado} + \\ &+ \text{prima de riesgo de la empresa} \end{aligned}$$

La **tabla 4** muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos del Estado a 10 años y de la rentabilidad exigida a las acciones de Telefónica.

5. CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas supera el coste de las acciones (la rentabilidad exigida a las mismas). Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas.

La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\begin{aligned} \text{Creación de valor para los accionistas} &= \\ &= \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - \text{Ke}) \end{aligned}$$

Como ya vimos que la rentabilidad para los accionistas es igual al aumento de valor dividido por la capitalización. Por tanto, la creación de valor también puede calcularse del siguiente modo:

$$\begin{aligned} \text{Creación de valor para los accionistas} &= \\ &= \text{Aumento del valor para los accionistas} - \end{aligned}$$



TABLA 6. ROE Y RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS DE TELEFONICA (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ROE	6	7	7	9	9	10	10
Rentabilidad para los accionistas	-3	69	-13	12	84	47	54

**TABLA 7. RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS DE EMPRESAS DE TELECOMUNICACIONES (%)
(RENTABILIDAD CALCULADA EN DOLARES)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	MEDIA
MCI Worldcom Inc., USA	63	61	-19	81	48	16	137	48
Century Telephone Enterprises, USA	43	-9	16	9	-2	63	104	27
Bellsouth Corporation, USA	5	18	-2	66	-4	43	80	26
Ameritech Corporation, USA	18	13	10	51	7	37	60	26
Telefónica España (dólares)	-22	45	-5	20	77	30	60	25
Alltel Corporation, USA	26	27	5	1	10	34	49	21
Cable and Wireless PLC, U.K.	3	44	27	-13	40	-5	54	19
BCE Inc., Canadá	-7	18	3	11	44	50	24	19
AT&T Corporation, USA	34	6	-2	31	-9	44	26	17
Bell Atlantic Corporation, USA	12	21	-11	40	1	45	22	17
Hong Kong Telecommunications	21	23	34	22	7	-9	27	17
Newtel Enterprises LTD., Canadá	6	28	-10	11	27	43	12	16
British Telecommunications PLC, U.K.	-3	46	-8	4	-1	35	50	15
Canadian Satellite Com., Canadá	17	-27	-6	11	-3	0	77	6
BCE Mobile Communications., Canadá	8	29	8	4	-12	-11	15	5
Kokusai Denshin Denwa Co., Japón	-31	3	29	-37	33	-27	-26	-12
Media	12	22	4	20	16	24	48	18

– (Capitalización x K_e)

Por consiguiente, 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 accionistas.

La **tabla 5** muestra la creación de valor para los accionistas de Telefónica. Telefónica ha creado valor para sus accionistas todos los años excepto 1992, 1994 y 1995.

6. EL ROE NO ES LA RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS

La traducción directa de ROE (Return on equity) es rentabilidad de

las acciones. Sin embargo, no es cierto que el ROE, que se calcula dividiendo el beneficio del año entre el valor contable de las acciones, sea la rentabilidad para los accionistas. Ya hemos definido en el apartado 6 la rentabilidad para los accionistas como el aumento de valor para los accionistas dividido por la capitalización y esto no es el ROE.

Una muestra de esto: la **tabla 6** muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de Telefónica en cada uno de los años.

Puede observarse que el ROE guarda poca relación con la rentabilidad para los accionistas.

7. COMPARACION DE TELEFONICA CON OTRAS EMPRESAS DE TELECOMUNICACIONES

La **tabla 7** muestra la rentabilidad de las mayores empresas de telecomunicaciones cotizadas en bolsa. Puede observarse que Telefónica fue la quinta empresa más rentable a lo largo del periodo: sólo MCI, Century, Bellsouth y Ameritech obtuvieron una rentabilidad (en dólares) superior a Telefónica. ●

Pablo Fernández
Profesor del IESE

NOTAS:

{1} Si en lugar de invertir en acciones de una sola empresa, invertimos en acciones de todas las empresas (en una cartera diversificada), entonces exigiremos una rentabilidad que es la siguiente:

K_e = rentabilidad de los bonos del estado + prima de riesgo del mercado

Como referencia, en la primera mitad de 1999 los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre 3% y 4%.