

IV. Sábado 25 de julio de 1992

INVERTIR

CINCO DÍAS

LAS TRIBUNAS DE INVERTIR

*Pasos para elevar el precio  
de las acciones de su empresa*

JOHN C. EDMUNDS

**E**l comportamiento económico de España ocupa siempre un lugar importante en los *rankings* de los países industrializados. En cambio, la bolsa española languidece a nueve veces los beneficios. Según la mayoría de los estándares de valoración internacionales, las acciones españolas se cotizan a precios de ganga. El *ratio* precio/*cash flow* es de 4,4.

Existe una explicación para los reducidos precios de los valores españoles que va más allá de las justificaciones coyunturales. Tiene que ver con la gran diferencia que existe entre los objetivos de los directivos de las empresas y los de los inversores en bolsa.

En España, los directivos de las empresas intentan maximizar la posición a largo plazo de sus compañías. Se esfuerzan por mejorar la calidad de los activos, la cuota de mercado y los márgenes de beneficios a largo plazo. No se centran en la cotización del valor. Se comportan como si pensasen que el precio de las acciones subirá cuando la empresa sea de algún modo más fuerte. Sin embargo, esta forma de actuar no ha hecho que los precios de las acciones suban como correspondería a la solidez cada vez mayor de sus empresas.

En cambio, los inversores en bolsa intentan maximizar el valor de sus carteras a corto plazo. Intentan ser gestores ágiles, y sus plazos son muchos más cortos que los de la mayoría de los directores de empresas españolas.

---

¿Qué se puede hacer para acortar la distancia entre sus horizontes temporales, y conseguir una mayor confluencia entre los objetivos de los directores y de los accionistas? Los inversores no van a cambiar. Su enfoque seguirá siendo a corto plazo. Tanto los particulares que gestionan sus propias carteras como los profesionales que gestionan el dinero de otras personas continuarán intentando ir siempre por delante del mercado. Obviamente, no todos ellos podrán lograrlo, pero todos lo intentarán, y esto les llevará a saltar nerviosamente de un valor a otro. Ahora que los costes de las operaciones tienden a reducirse, puede que se intensifique el vicio de reaccionar ante cada pequeña fluctuación en los gráficos, o ante cualquier comentario intranscendente de las autoridades económicas.

Puede parecer que los directores poco pueden hacer para influenciar el precio cotidiano de las acciones de sus empresas, pero esto no es cierto. A continuación enumeramos algunas medidas específicas que pueden adoptar para elevar y estabilizar los precios.

1. Si el *cash flow* lo permite, las empresas deberían rescatar acciones en el mercado libre y anularlas, en lugar de mantenerlas en autocartera. Esta medida demostrará que los altos directivos opinan que sus acciones son una ganga. Al mismo tiempo aportará las acciones de las manos débiles. Si el nivel de apalancamiento de la empresa es bajo, este tipo de rescate hará subir automáticamente el valor de las restantes acciones, al reducirse el volumen total de acciones y al distribuir la desgravación fiscal entre un número menor de acciones.

---

No será viable rescatar acciones y luego mantenerlas en autocartera. Estas acciones se perciben justificadamente como exceso de oferta para ser vendidas en cuanto suba su cotización. Al anularse las acciones rescatadas, no existe un exceso.

2. Dejar de emitir derechos de compra de acciones cuyo precio de ejercicio esté más de un 5% por debajo de su cotización actual en el mercado. Las emisiones de derechos se consideran una amenaza, ya que en España el precio de ejercicio suele ser hasta un 20% inferior a la cotización actual del valor en el mercado. Hay evidencia estadística fehaciente que demuestra que los inversores perciben de forma negativa las ofertas de derechos sin reparar en la cuantía del descuento. Obviamente, cuanto mayor es el descuento, más diluye la oferta de derechos a los accionistas actuales.

3. Dejar de emitir bonos convertibles con derechos de conversión por debajo de la cotización actual de las acciones. La práctica de utilizar cláusulas de conversión tan agresivas equivale a hacer tragar más acciones a los accionistas: o bien compran el bono convertible y lo convierten en acciones a la primera oportunidad, o bien compran el bono convertible y lo convierten, ojo, no se entiende fuerte disminución del potencial de crecimiento.

Durante muchos años, tanto las ofertas de derechos como la versión española de los bonos convertibles han sido importantes medios para obtener capital propio. Ambos se consideran como una forma de obtener capital de inversores que, de otro modo, no comprarían más acciones. Pero tanto el uno como el otro crean un círculo vicioso; los inversores no comprarán más acciones, ya que, si el precio sube, habrá una oferta de derechos o una emisión de bonos convertibles. Así, pues, los precios de las acciones se mantienen bajos y la posibilidad de ofertas secundarias queda limitada. Debido a la amenaza de dilución, de entrada los inversores se abstienen de comprar acciones hasta que el precio esté tan absurdamente bajo que puedan esperar una rentabilidad adecuada, incluso si se prevé una dilución en el futuro.

**E**sta diferencia de  
objetivos entre  
empresarios y  
accionistas explica por  
qué el mercado  
español no alcanza unos  
niveles de valoración  
coherentes .

Otro motivo que explica la frecuente utilización de las ofertas de derechos y de los bonos convertibles a la española es el hecho de que las empresas españolas raras veces recurren al capital ajeno. Durante la década de los setenta y a principios de la de los ochenta, el coste real de la deuda después de impuestos era muy elevado, por lo que las empresas españolas tendían a evitarla. Para financiar el crecimiento, el mal menor era obtener capital propio. Ya que el comportamiento de la bolsa fue desfavorable en el periodo 1974-1983, los inversores optaron acertadamente por no comprar más acciones excepto a precios de ganga. Por consiguiente, las empresas no tuvieron más remedio que vender sus acciones a precios de ganga o el de obligar a sus accionistas a comprarlas mediante la amenaza de la dilución.

En los años noventa, se ha reducido el coste real de la deuda después de impuestos y las empresas españolas han recurrido más a esta alternativa. Sin embargo, los inversores siguen temiendo las ofertas de derechos y las emisiones de bonos convertibles.

4. Recurrir más a la deuda dentro de los límites prudentes que permite la estabilidad del *cash flow*. Algunas empresas españolas cotizadas todavía tienen unos niveles de endeudamiento muy bajos. Esto protege a la em-

---

presa frente a la quiebra y hace que sus acciones sean una inversión tremendamente segura. Desgraciadamente, también reduce la rentabilidad de recursos propios y eleva el coste ponderado del capital.

Actualmente, resulta prudente un mayor nivel de endeudamiento ya que los tipos de interés han bajado. A los precios actuales de las acciones, la venta de nuevas acciones para obtener capital es más costosa para la empresa.

El recurrir más al endeudamiento tiene otra ventaja: la dirección centra su atención en la utilización de los activos, en el *cash flow* y en otras áreas de alta prioridad para los accionistas.

5. Vender los activos ociosos o infrautilizados al contado y redistribuir el dinero. Si no se encuentra ningún destino interno que genere una mayor tasa de rentabilidad que el coste de capital propio, distribuirlo entre los accionistas.

6. Transferir toda la propiedad inmobiliaria a otro gestor de beneficios, y luego utilizar los precios de alquiler de mercado como precios de transferencia internos. Una vez aplicados estos precios de transferencia realistas, resulta fácil comprobar cuáles son las actividades de la empresa que realmente requieren todo el espacio que ocupan y en las zonas donde lo utilizan. A todos aquellos usuarios de la empresa que no pueden justificar el pago de un precio de mercado por el espacio que ocupan, se les pedirá que se trasladen a un espacio menos caro. De ese modo, el espacio que quede libre puede ser alquilado o vendido.

---

7. Si una empresa tiene dos o más líneas de negocio que pudieran tener distintos precios en el mercado de valores, los directores de la empresa deberán considerar la posibilidad de solicitar dos o más cotizaciones oficiales en bolsa para las diferentes actividades. Por ejemplo, supongamos que hay una empresa que produce fertilizantes y productos farmacéuticos. El valor del negocio de

---

fertilizantes es de ocho veces los beneficios, mientras que el del negocio de productos farmacéuticos es de 18 veces los beneficios. Si se inscriben ambas actividades en una sola cotización consolidada en bolsa, probablemente los inversores pagarán menos por la entidad combinada de lo que pagarían por los dos negocios si cotizasen por separado. Existen razones lógicas para que se paguen menos incluso si entienden la situación perfectamente. Pero la consecuencia más probable es que pagarán menos porque tendrán una imagen borrosa y confusa de la empresa.

8. Vender las divisiones o líneas de actividades que no contribuyen a la estrategia central de la empresa, o que hundan el comportamiento medio de la empresa. Los inversores pagarán el doble o más por una empresa que demuestra un crecimiento rápido. A menudo sucede que una sola división de una gran empresa tendría valor más alto en la bolsa que toda la empresa de la que forma parte. Los inversores bursátiles están tan interesados en el crecimiento y los atractivos de una empresa que, de hecho, a menudo confieren un valor negativo a las áreas menos atractivas de un conglomerado.

---



9. Ligar una parte de la prima anual de los directores al precio de las acciones. En España es frecuente la práctica de pagar primas anuales a los gestores. La cantidad varía según el comportamiento de la empresa, medido en términos de ventas, beneficios, márgenes, cuota de mercado, etc. Pero el comportamiento del precio de las acciones de la empresa no suele figurar entre los indicadores computables para la prima.

10. Introducir planes de opción de compra de acciones para los empleados. A los empleados se les debería dar opciones para comprar acciones. Y cada año debería ofrecérseles una opción de compra adicional. Cada opción podría ser válida para cinco años, y el precio del ejercicio debería ser el precio de mercado del valor en la fecha en la que se otorga la opción. Así un empleado debería recibir una opción el 1 de enero de 1993 para comprar 1.000 acciones de la empresa al precio de mercado al 31 de diciembre de 1992. El empleado podría ejercer esta opción en cualquier momento hasta el 31 de diciembre de 1997. El 1 de enero de 1994, el empleado debería recibir otra opción que cubra otras 1.000 acciones al precio del 31 de diciembre de 1993. Cada año se debería dar al empleado otra opción que cubra otras 1.000 acciones. Tras varios años, el empleado habría comprado acciones en la empresa y tendría opción a comprar más acciones.

Los empleados que han invertido tanto en un valor se tomarían un interés personal mucho más intenso por el éxito de la empresa. Y si la cotización cayera pero la empresa siguiera evolucionando bien, podrían intervenir y comprar acciones.

Después de unos cuantos años, los directores de alto nivel poseerían miles de acciones de la empresa. De hecho, las acciones que poseen en la empresa que dirigen representarían una proporción importante de su patrimonio personal neto. Automáticamente, sus objetivos confluirían más con los objetivos de los accionistas.