

Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación



10

Pablo Fernández
IESE Business School



fernandezpa@iese.edu

Measuring Shareholder Value Creation

En este artículo se define y cuantifica la creación de valor para los accionistas, término muy utilizado tanto por las empresas en sus declaraciones de objetivos (aunque casi nunca definen su significado ni la cuantifican) como por empresas consultoras que ofrecen productos para medirlo (por ejemplo, el EVA). Aunque muchas veces se utiliza el EVA (economic value added) para medir la creación de valor para los accionistas, no tiene ningún sentido dar al EVA el significado de creación de valor en cada periodo. Ninguna medida basada en datos contables (como el EVA) puede tener mucho que ver con la creación de valor para los accionistas. En este artículo proponemos una definición lógica de la creación de valor para los accionistas.

También se muestra que el ROE (return on equity), que se calcula dividiendo el beneficio neto del año entre el valor contable de los fondos propios, guarda muy poca relación con la rentabilidad para los accionistas. Esto se debe a que cualquier medida basada en datos contables (como el ROE) tiene escasa o ninguna relación con la rentabilidad para los accionistas.

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.

Para entender mejor la creación de valor para los accionistas, utilizaremos el ejemplo de Telefónica entre diciembre de 1991 y diciembre de 2004.

1. AUMENTO DE LA CAPITALIZACIÓN DE LAS ACCIONES

El 31 de diciembre de 2004 Telefónica tenía en circulación 4.955,89 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa (al cierre de

CODIGOS JEL:
G120; G310; G320



RESUMEN EJECUTIVO

En este artículo se define y analiza la creación de valor para los accionistas. 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.

EXECUTIVE SUMMARY

In this article, we will define and analyze shareholder value creation. To obtain the created shareholder value, we must first define the increase of equity market value, the shareholder value added, the shareholder return, and the required return to equity. It is important to not confuse the created shareholder value with any of the other concepts we have mentioned.

CUANTIFICACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Tabla 1. **Telefónica. Capitalización y aumento de capitalización en**

MILLONES DE EUROS	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Millones de acciones	926,96	926,96	926,96	939,47	939,47	939,47	939,47
Capitalización	6.852	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562
▲ capitalización		-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538



12

la sesión) fue 13,86 euros¹. 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. Por consiguiente, la capitalización (el valor de todas las acciones de la empresa) de Telefónica aumentó desde 6.852 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 68.689 millones de euros en diciembre de 2004². El aumento de la capitalización en ese periodo fue de 61.836 millones de euros. Pero esto no es la creación de valor para los accionistas de Telefónica en esos años.

Veremos en el apartado 5 que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2004 la creación de valor para los accionistas fue 16.790 millones de euros (expresado en euros de 2004).

La tabla 1 muestra la evolución de la capitalización de Telefónica y el aumento de capitalización en cada año.

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

Tabla 2. **Telefónica. Aumento de la capitalización y aumento del**

	1992	1993	1994	1995	1996
Aumento de la capitalización	-501	4.039	-1.610	706	7.538
+ Dividendos	329	340	350	373	429
+ Otros pagos a accionistas					
+ Recompra de acciones					
- desembolsos de los accionistas					
- convertibles convertidas			-95		
Aumento de valor para los accionistas	-173	4.379	-1.355	1.078	7.967

cada año (millones de euros)

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	SUMA
1.045,4	3.262,8	4.340,7	4.671,9	4.860,7	4.955,9	4.955,9	
39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	
15.083	41.273	-4.522	-6.178	-28.758	16.225	11.002	61.836

valor para los accionistas cuando los accionistas de una empresa suscriben acciones nuevas de la empresa pagando dinero, cuando se produce una conversión de obligaciones convertibles, y cuando la empresa emite acciones nuevas para pagar la compra de otras empresas. Se produce una disminución de la capitalización, pero no una disminución del valor para los accionistas³ 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:

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

La tabla 2 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el periodo 1991-2004. El aumento del valor para los accionistas fue

valor para los accionistas en cada año (millones de euros)

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	SUMA
7.538	15.083	41.273	-4.522	-6.178	-28.758	16.225	11.002	61.836
503	628	0	0	0	0	1.239	1.982	6.172
						420		420
						1.100		1.100
	-2.567		-17.910	-2.332				-22.809
			-1.061					-1.156
8.040	13.145	41.273	-23.493	-8.510	-28.758	18.984	12.984	45.564

PALABRAS CLAVE

creación de valor para los accionistas, aumento de la capitalización bursátil, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas, rentabilidad exigida a las acciones

KEY WORDS

shareholder value creation, created shareholder value, shareholder value added, shareholder return, required return to equity

Para que se produzca la creación de valor en un periodo determinado es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la exigida a las acciones

CUANTIFICACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Tabla 3. **Rentabilidad para los accionistas de Telefónica**

(MILLONES DE EUROS)	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Capitalización	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562
Aumento valor accionistas	-173	4.379	-1.355	1.078	7.967	8.040
Rentabilidad accionistas	-2,5%	68,9%	-13,0%	12,3%	84,0%	47,2%

inferior al aumento de la capitalización únicamente en 1998 (año en el que Telefónica realizó una importante ampliación de capital⁴), y en 2000 y 2001 (años en el que Telefónica emitió muchas acciones para comprar acciones de otras empresas⁵). En 2003 Telefónica repartió dividendos (0,25€/acción) y 16,67 millones de acciones de Antena 3 a sus accionistas. Las acciones de antena 3 se valoraron a 25,2€/acción. Por otro lado, Telefónica amortizó 101,14 millones de acciones en junio de 2003. En 2004 Telefónica repartió 0,4€/acción como dividendos. Telefónica también realizó ampliaciones de capital 1x50 gratis en dic. 1998, ab. 1999, nov. 1999, mar. 2001, en. 2002, mar. 2002, en. 2003 y mar. 2003. Pero el aumento del valor para los accionistas no 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.

14



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. Como muestra la tabla 3, la rentabilidad para los accionistas de Telefónica del año 1998 fue 53,5%: 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). La rentabilidad media fue 18,5%.⁶

Tabla 4. **Evolución de la rentabilidad de los bonos del estado a de diciembre)**

(MILLONES DE EUROS)	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Tipos de interés 10 años*	11,3%	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%
Rentabilidad exigida acciones	15,5%	16,9%	11,5%	16,0%	14,2%	11,7%
Prima de riesgo de Telefónica	4,2%	4,4%	3,4%	4,2%	4,5%	4,8%

*Tipos de interés de los Bonos del Estado a 10 años al final del año anterior

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	MEDIA
39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	
13.145	41.273	-23.493	-8.510	-28.758	18.984	12.984	
53,5%	104,1%	-29,0%	-11,1%	-41,0%	45,8%	22,5%	18,5%

Otro modo de calcular la rentabilidad para los accionistas es: aumento 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 precisa obtener un accionista para sentirse suficientemente remunerado. 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 2002, los bonos del estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 4,3%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 4,3% 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.

Rentabilidad exigida a las acciones (K_e)=Rentabilidad de los bonos del estado a largo plazo+prima de riesgo de la empresa.

10 años y rentabilidad exigida a las acciones de Telefónica (datos)

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	MEDIA
5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	7,2%
10,5%	8,2%	11,1%	10,4%	9,9%	8,7%	8,7%	11,8%
4,9%	4,2%	5,6%	5,2%	4,8%	4,4%	4,4%	4,5%

CUANTIFICACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Tabla 5. **Telefónica. Evolución del aumento de la capitalización, para los accionistas (millones de euros)**

(MILLONES DE EUROS)	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Capitalización	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562
▲ capitalización	-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538
Aumento valor accionistas	-173	4.379	-1.355	1.078	7.967	8.040
Creación de valor	-1.235	3.307	-2.552	-328	6.620	6.056
Creación valor € de 2004) ^a		-4.539	10.397	-7.195	-798	14.085

La rentabilidad exigida a la inversión por el accionista también se denomina coste de las acciones o de los recursos propios. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa⁷ y, siguiendo el Capital Asset Pricing Model, se suele calcular multiplicando el parámetro beta (b) característico de la empresa por la prima de riesgo del mercado (PM).

La tabla 4 muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos del

16

Tabla 6. **Aumento de la capitalización, del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas**

Aumento de la capitalización	$Capitalización_t - Capitalización_{t-1}$
Aumento del valor para los accionistas	Aumento de la capitalización - pagos de los accionistas + dividendos + reducciones - conversiones.
Creación de valor para los accionistas	Aumento valor accionistas - (Capitalización x K_e)

Estado a 10 años y de la rentabilidad exigida a las acciones de Telefónica. Las betas y primas de mercado utilizadas se han tomado del capítulo 15 de Fernández (2004).

5. CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el coste de las acciones).

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

Creación de valor para los accionistas = Capitalización x (Rentabilidad accionistas - K_e).

del aumento del valor para los accionistas y de la creación de valor

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	SUMA
39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	
15.083	41.273	-4.522	-6.178	-28.758	16.225	11.002	61.836
13.145	41.273	-23.493	-8.510	-28.758	18.984	12.984	45.564
10.558	38.024	-32.513	-16.440	-35.733	15.382	7.966	-888
11.541	18.203	60.589	-46.612	-21.352	-42.216	16.720	7.966

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

Creación de valor para los accionistas = Aumento del valor para los accionistas - (Capitalización $\times$ 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, 1995, 2000, 2001 y 2002.

En la tabla 6 se muestra de forma simplificada la relación entre tres variables que a veces se confunden: aumento de la capitalización, aumento del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas.

6. EL ROE NO ES LA RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS

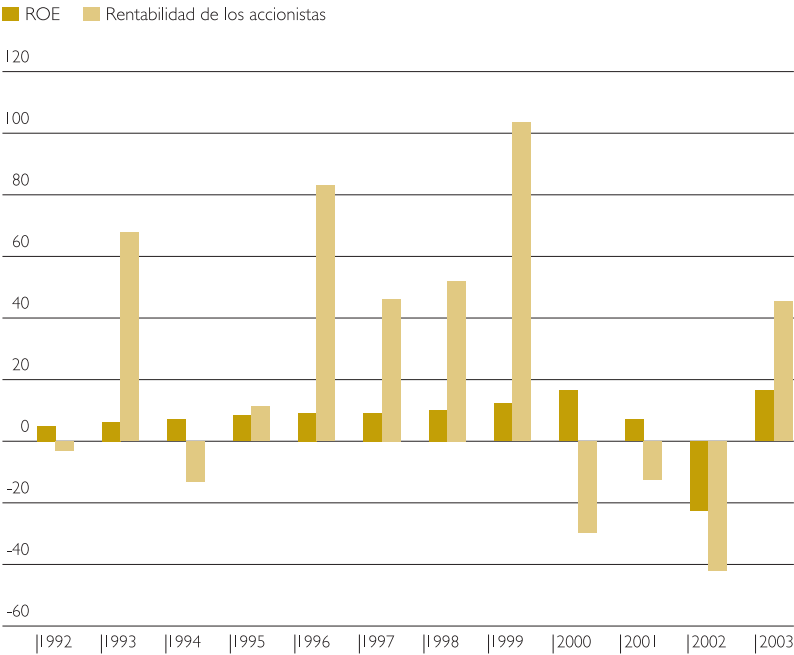
La traducción directa de ROE (return on equity) es rentabilidad de las acciones y algunas empresas lo traducen como rentabilidad para los accionistas. Sin embargo, no es cierto que el ROE, que se calcula dividiendo el beneficio neto del año entre el valor contable de los fondos propios (de las acciones), sea la rentabilidad para los accionistas. Ya se ha definido en el apartado 3 la rentabilidad para los accionistas como el aumento de valor para los accionistas dividido por la capitalización y eso no es el ROE.

Una prueba de ello es la figura 1, que 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 (por no decir ninguna) con la rentabilidad para los accionistas. Ninguna medida basada en datos contables (como el ROE) puede tener que ver con la rentabilidad para los accionistas.



CUANTIFICACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Figura I
ROE y la rentabilidad para los accionistas de Telefónica,
Porcentaje.



Fuente: elaboración propia.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Fondos Propios	8.448	8.637	9.087	9.294	11.201	11.968	13.500	14.485	25.931	25.862	16.996	16.879
Beneficio Neto	485	579	677	801	963	1.142	1.308	1.805	2.505	2.107	-5.577	2.851
Beneficio Ordinario		921	1.387	1.920	2.346	3.291	3.466	3.522	2.436	1.821	1.617	4.354
Ventas		7.798	9.489	10.461	12.057	16.523	17.466	22.957	28.485	31.053	28.411	27.127
ROE	6%	7%	8%	9%	10%	10%	11%	13%	17%	8%	-22%	17%
Rentab. accionistas	-3%	69%	-13%	12%	84%	47%	54%	104%	-29%	-11%	-41%	46%

7. EL EVA NO MIDE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Varias consultoras proponen el EVA (economic value added) para medir la creación de valor para los accionistas, y definen el EVA como⁹ el beneficio antes de intereses menos el valor contable de la empresa multiplicado por el coste promedio de los recursos.

En la publicidad de Stern Stewart & Co destacan afirmaciones como las siguientes:

- "El EVA es la medida que tiene en cuenta correctamente la creación o destrucción de valor de una empresa".
- "Hay evidencia de que aumentar el EVA es la clave para aumentar la creación de valor de la empresa".
- "El EVA es el parámetro que más relación guarda con la creación de valor para los accionistas a lo largo del tiempo".¹⁰

En una comunicación de febrero de 1998 de la dirección de Monsanto a sus empleados se puede leer: "cuanto mayor es el EVA, mayor es el valor que hemos creado para nuestros accionistas".

Sin embargo la evidencia de que el EVA no es una buena medida de la creación de valor para los accionistas es abrumadora. Fernández (2004, capítulo 19), Griffith (2004), Malmi e Ikaheimo (2003), Riceman, Cahan y Lal (2002), Biddle, Bowen y Wallace (1999), y Velez-Pareja (2001), entre otros, muestran que la pretensión de que el EVA mida la "creación de valor" de la empresa en cada periodo¹¹ es un tremendo error: este parámetro puede tener cierta utilidad para proponer objetivos a los directivos y a las unidades de negocio, pero no tiene ningún sentido dar al EVA el significado de creación de valor en cada periodo. Los problemas con el EVA comienzan cuando se quiere dar a este parámetro un significado (el de creación de valor) que no tiene: el valor depende siempre de expectativas; y la creación de valor depende de mejoras en las expectativas. Ninguna medida basada en datos contables (como el EVA) tiene que ver con expectativas ni, por consiguiente, con la creación de valor.

Aunque en ocasiones se utiliza el EVA (Economic Value Added) para medir el valor para los accionistas, no tiene sentido dar al EVA el significado de creación de valor en cada periodo

19

8. COMPARACIÓN DE TELEFÓNICA 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 en el periodo: 2000-2004. También se puede observar que la rentabilidad para los accionistas en el periodo 2000-04 fue negativa en todos los casos excepto para las canadienses Netcom, BCE, Portugal Telecom y Securicor. En 2000, 2001 y 2002 hubo una gran crisis para las empresas de telecomunicación.

La tabla 8 muestra la capitalización de las empresas. Telefónica fue la octava empresa por capitalización bursátil en 1998 y la tercera en 2004. También se aprecia que en 2001 y 2002 la capitalización de las empresas descendió como consecuencia de la crisis de las empresas tecnoló-



CUANTIFICACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Tabla 7. Rentabilidad para los accionistas de empresas de telecomunicaciones (rentabilidad calculada en dólares)

	RENTABILIDAD MEDIA									
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1993-2002	2000-2004
Netcom, Noruega	154%	7%	92%	7%	-2%	29%	4%	10%		9%
Bce, Canadá	45%	15%	144%	33%	-19%	-17%	29%	13%	17%	5%
Portugal Telecom			21%	-15%	-15%	-15%	58%	27%		4%
Securicor, U.K.	-1%	79%	58%	-9%	-26%	-19%	31%	61%		3%
Telefonica, España. (En dólares)	25%	66%	74%	-34%	-16%	-30%	76%	32%	15%	-2%
Telecom Ital.Mobl., Italia	85%	62%	52%	-27%	-28%	-7%	20%	45%		-3%
Alltel, USA	35%	50%	41%	-23%	1%	-15%	-6%	30%	11%	-4%
Telecom Italia, Italia	10%	558%	-9%	-16%	-39%	-20%	37%	44%	-1%	-4%
Centurytel, USA	63%	104%	6%	-24%	-8%	-10%	12%	10%	12%	-5%
Bellsouth, USA	44%	81%	-5%	-11%	-5%	-30%	13%	2%	10%	-7%
Telefonica, España. (En Euros)	47%	54%	104%	-29%	-11%	-41%	47%	23%	16%	-8%
Vodafone Group, U.K.	75%	127%	53%	-25%	-28%	-29%	38%	12%	17%	-10%
Brueder Mannesmann, Alemania	-11%	51%	-47%	-52%	-31%	-63%	38%	202%		-13%
Deutsche Telekom, Alemania	-9%	79%	119%	-57%	-41%	-23%	43%	23%		-19%
France Telecom, Francia		124%	69%	-34%	-52%	-53%	89%	18%		-20%
BT Group, UK	37%	97%	65%	-64%	-39%	-13%	12%	21%	3%	-23%
Cable & Wireless, U.K.	8%	42%	40%	-19%	-63%	-84%	242%	-1%	-4%	-30%
Colt Telecom, U.K.	101%	488%	242%	-58%	-92%	-56%	132%	-47%		-55%
Telewest Comms.,U.K.	-46%	151%	87%	-71%	-42%	-96%	6%	-58%		-69%
Energis, U.K.		435%	114%	-30%	-87%	-98%	12%	7%		-72%
Worldcom, USA	16%	137%	11%	-73%	4%	-99%	-89%			-80%
Promedio	38%	140%	63%	-30%	-30%	-38%	40%	24%	10%	-12%

gicas, de media y de telecomunicaciones. En 2003, la cotización de casi todas las empresas emprendió una tendencia alcista.

9. ¿CON QUÉ SE DEBE COMPARAR LA RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS?

En el apartado 5 hemos visto que la empresa crea valor si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida (y destruye valor en caso contrario). Sin embargo, muchas veces se compara la rentabilidad para los accionistas con otros parámetros de referencia¹². Los parámetros de referencia más frecuentes son:

- a) cero. Si la rentabilidad para los accionistas es positiva (superior a cero) los accionistas tienen más dinero nominal que al principio del año.
- b) la rentabilidad de los bonos del estado. Si la rentabilidad para los

accionistas es superior a la de invertir en bonos del estado, los accionistas han obtenido rentabilidad adicional por soportar más riesgo.

c) rentabilidad exigida a las acciones. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida, la empresa ha creado valor: los accionistas han obtenido una rentabilidad superior a la necesaria para compensar el riesgo adicional de invertir en la empresa en lugar de invertir en bonos del Estado.

d) rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector, la empresa ha creado más valor que las de su sector (para igual inversión y riesgo).

e) rentabilidad del índice de la bolsa. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad del índice de la bolsa, la empresa ha sido más rentable que la bolsa en su conjunto.

Tabla 8. **Capitalización en diciembre de 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003 y 2004 de empresas de telecomunicaciones (millones de euros)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Vodafone Group, U.K.	42.781	153.404	252.256	20.011	11.844	133.941	130.773
Deutsche Telekom, Alemania	76.875	213.842	9.725	81.436	51.296	61.035	69.850
Telefónica, España.	39.645	80.918	76.396	70.219	41.461	57.687	68.689
France Telecom, Francia	69.353	134.532	106.093	51.807	19.886	54.436	60.099
Telecom Ital.Mobl., Italia	41.832	73.628	71.686	52.879	36.686	36.349	46.403
Bellsouth, USA	83.058	87.898	81.385	80.419	45.821	41.465	37.452
Telecom Italia, Italia	8.377	13.574	12.505	10.494	8.598	2.421	31.049
Bt Group, UK.	82.904	158.259	59.661	3.586	25.941	23.128	24.456
Bce, Canada	20.471	58.025	25.136	20.401	15.559	1.632	16.422
Alltel, USA	13.978	25.894	20.793	2.152	15.117	11.524	13.132
Portugal Telecom, Portugal	7.577	1.139	10.032	10.787	7.714	9.884	11.326
Cable & Wireless, U.K.	25.192	41.044	402	14.963	1.635	4.521	3.984
Centurytel, USA	5.285	6.601	5.352	5.198	3.993	3.729	3.512
Netcom, Noruega	1.049	2.362	2.702	2.801	3.077	2.665	2.717
Securicor, U.K.	4.295	1.586	1.543	1.199	812	719	2.500
Colt Telecom, U.K.	7.521	33.983	16.028	2.808	1.052	2.029	1.003
Telewest Comms., U.K.	5.274	12.133	474	295	88	77	30
Energis, U.K.	2.854	14.766	11.768	1.669	24	22	22
Bruder Mannesmann, Alemania	32	20	10	7	2	3	7
Worldcom, USA	112.022	150.237	43.124	46.797	390	31	
Total	650.375	1.263.845	807.071	479.928	290.996	447.298	523.427

CUANTIFICACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

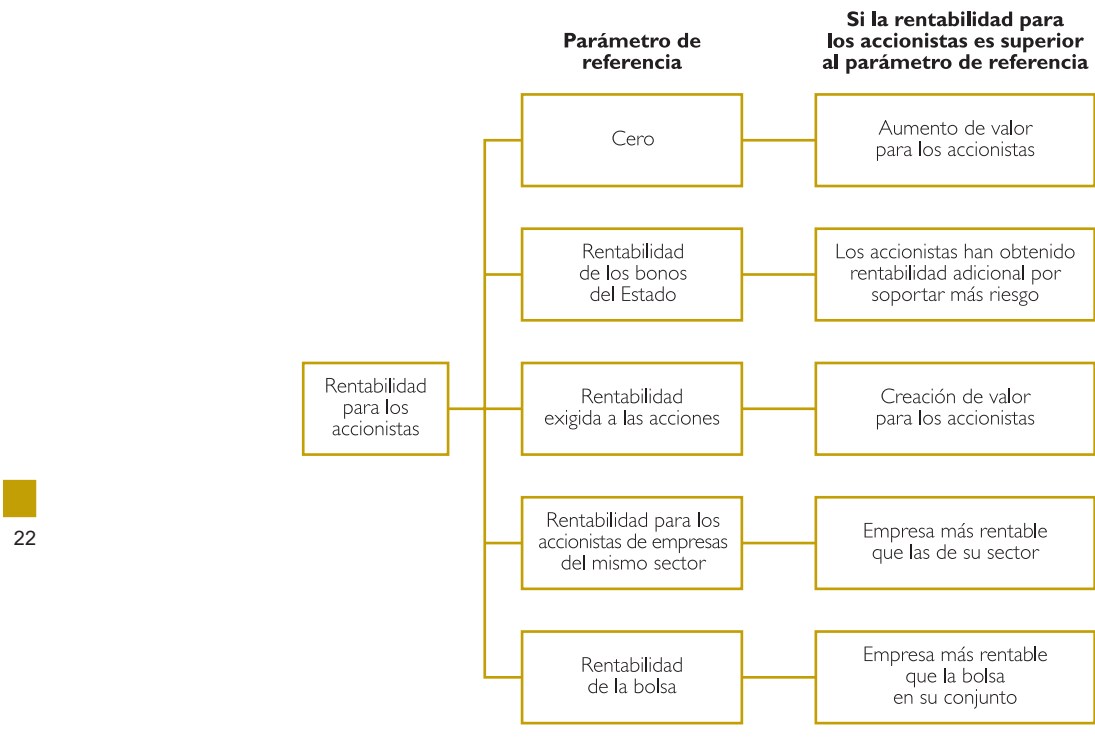


Tabla 9. Comparación de la rentabilidad para los accionistas de

(MILLONES DE EUROS)	1992	1993	1994	1995	1996	1997
TELEFONICA	-2,5%	68,9%	-13,0%	12,3%	84,0%	47,2%
Rentabilidad IBEX 35 (con div)	-5,8%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%
Inflación	4,9%	4,3%	4,3%	4,3%	3,2%	2,0%
IBEX 35 sin Telefónica	-6,3%	59,7%	-11,4%	23,8%	42,4%	44,0%

Tabla 10. Comparación de la capitalización de Telefónica con la

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TELEFONICA	6.852	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024
IBEX 35	51.098	46.020	78.454	71.361	84.457	119.501
%	13,4%	13,8%	13,2%	12,3%	11,2%	14,2%

10. TELEFÓNICA Y EL IBEX 35

La tabla 9 compara la rentabilidad de Telefónica para sus accionistas con la rentabilidad del IBEX 35 en el periodo diciembre 91-diciembre 2004. La rentabilidad media anual de Telefónica fue 18,5%, muy superior a la del IBEX 35 (13,3%). La rentabilidad de Telefónica fue 8 años superior a la del IBEX 35 y 5 años (1994-95 y 2000-2002) inferior.

Telefónica fue la mayor empresa del IBEX en estos años. La tabla 10 muestra que la capitalización de Telefónica durante estos años osciló entre el 11,2% (1995) y el 27,6% (1999) sobre el total de la capitalización del IBEX 35. La rentabilidad media de todas las empresas del IBEX exceptuando Telefónica fue 12,3%.¹³

La rentabilidad de Telefónica en estos 13 años fue 807,7% (cada euro invertido en acciones de Telefónica en diciembre de 1991 se convirtió en 9,077€ en diciembre de 2004), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos 12 años fue 409,4%. La inflación acumulada fue 54,4% (lo que costaba 1€ en diciembre de 1991, costó 1,54€ en diciembre de 2004).

23

II. CONCLUSIÓN

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el coste

Telefónica con la del IBEX 35

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	MEDIA
53,5%	104,1%	-29,0%	-11,1%	-41,0%	45,8%	22,5%	18,5%
38,3%	20,4%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	13,3%
1,4%	2,9%	4,0%	2,7%	3,9%	2,8%	3,5%	3,4%
35,7%	2,8%	-17,3%	-4,4%	-21,9%	28,9%	20,7%	12,3%



del IBEX 35

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689
168.125	228.735	293.034	306.949	291.161	215.468	275.697	344.240
14,6%	17,3%	27,6%	24,9%	24,1%	19,2%	20,9%	20,0%

CUANTIFICACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

de las acciones). La cuantificación de la creación de valor para los accionistas en un periodo se realiza multiplicando la capitalización de la empresa al principio del periodo por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida en el periodo.

A pesar de que varias consultoras proponen el EVA (economic value added) para medir la creación de valor para los accionistas, la pretensión de que el EVA mida la "creación de valor" de la empresa en cada periodo es un tremendo error: este parámetro puede tener cierta utilidad para proponer objetivos a los directivos y a las unidades de negocio, pero no tiene ningún sentido dar al EVA el significado de creación de valor en cada periodo.

24

Bibliografía

- Biddle G., R. Bowen y J. Wallace (1999), "Evidence on EVA". Journal of Applied Corporate Finance. Volumen 12, nº 2, pg. 69-79.
- Fernandez, P. (2004), Valoración de empresas, 3ª edición, Editorial Gestión 2000.
- Griffith, John M. (2004), The True Value of EVA®, Journal of Applied Finance, Vol. 14, Issue 2, Fall/Winter 2004.
- Malmi, Teemu y Seppo Ikaheimo (2003), "Value Based Management Practices - Some Evidence from the Field". Management Accounting Research, Vol. 14, No. 3, September.
- Riceman, Stephen S., Steven F. Cahan y Mohan Lal (2002), "Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes?". European Accounting Review, Vol. 11, No. 3.
- Stern Stewart & Co (1991), The Quest for Value. The EVA Management Guide. Harper Business.
- Velez-Pareja, Ignacio (2001), "Value Creation and its Measurement: A Critical Look at EVA", SSRN Working Paper No. 163466. <http://ssrn.com/abstract=163466>

1. Los datos proceden de Sociedad de Bolsas. Ver www.sbolsas.es
2. Diciembre de 2004: 4.955,89 millones de acciones x 13,86 euros/acción = 68.689 millones de euros. Telefónica realizó un split 3 x 1 en julio de 1999.
3. Cuando la empresa paga dividendos a los accionistas, éstos reciben dinero, pero también disminuye la capitalización de la empresa (y el precio por acción) en una cantidad similar.

4. En el año 1998 Telefónica emitió 85,4 millones de acciones en una ampliación de capital 1x11 a 30€/acción.

5. En el año 2000 Telefónica emitió 1.017,6 millones de acciones para comprar acciones de otras empresas, principalmente Endemol, Telefónica del Perú, Telefónica Argentina, CEI Citicorp, Telesudeste Celular y Telecomunicações de Sao Paulo (las dos últimas en Brasil). También emitió 60,3 millones de acciones como consecuencia de la conversión de convertibles. En febrero de 2001 emitió 32,6 millones de acciones para vender a los empleados no directivos dentro del plan de opciones sobre acciones denominado programa TIES, y en junio de 2001 emitió 122,56 millones de acciones para comprar varias sociedades mejicanas de móviles al grupo Motorola.

6. La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los 13 años:

$$18,5\% = [(1-0,025) \times (1+0,689) \times \dots \times (1+0,458) \times (1+0,225)]^{(1/13)} - 1.$$

7. 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. En el capítulo 24 de Fernandez (2004) se aborda en detalle la prima de riesgo del mercado (PM). Como referencia, en el año 2004, los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre 3,5% y 4,5%.

8. Para sumar correctamente la creación de valor de varios años, es preciso expresar la creación de valor en euros del mismo momento. Aquí se expresan en euros del año 2004. Para convertir los 38.024 millones de € de 1999 en € de 2003, se debe hacer la siguiente operación: $60.589 = 38.024 \times (1+K_e2000) \times (1+K_e2001) \times (1+K_e2002) \times (1+K_e2003) \times (1+K_e2004)$. K_e es la rentabilidad exigida a las acciones que aparece en la tabla 4.

Ejemplo. La capitalización de una empresa que no pagó dividendos ni realizó ampliaciones de capital fue 2, 4 y 2 en los años 0, 1 y 2. La rentabilidad exigida a las acciones fue 10%. Si realizamos el análisis año a año, la creación de valor para los accionistas en los años 1 y 2 fue 1,8 y -2,4. Si realizamos el análisis para los dos años conjuntamente ($K_e = 21\%$), la creación de valor para los accionistas fue -0,42 (no es igual a 1,8 -2,4). Sin embargo, si expresamos la creación de valor del año 1 en € del año 2 ($1,98 = 1,8 \times 1,1$), la creación de valor para los accionistas resulta igual a la suma de la de los dos años: $-0,42 = 1,98 - 2,4$.

9. EVA es una marca registrada de Stern Stewart & Co. La definición de EVA de Stern Stewart & Co. Aparece en la página 192 de su libro The Quest for Value. The EVA Management Guide. Harper Business. 1991. Algunas consultoras españolas utilizan las expresiones VAG (Valor anual generado), VEA (Valor económico añadido), VEG (Valor económico generado) y VEC (Valor económico creado) en lugar de EVA. CVA, CFROI, TSR y TBR son medidas propuestas por el Boston Consulting Group.

10. Ver www.eva.com

11. Por ejemplo, se puede leer en la publicidad de Stern Stewart & Co: "Olvídese de EPS (beneficio por acción), ROE y ROI. La verdadera medida de la performance de su empresa es el EVA."

12. Estos parámetros de referencia se denominan en inglés benchmark. La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.

13. Esta rentabilidad (RIBEXnoTEL) se calcula del siguiente modo:

$$RIBEXnoTEL = (CAPIBEX \times RIBEX - CAPTEL \times RTEL) / CAPIBEXnoTEL$$

Siendo RIBEX y CAPIBEX la rentabilidad del IBEX y su capitalización a principio del año; RTEL y CAPTEL la rentabilidad de Telefónica y su capitalización a principio del año; y CAPIBEXnoTEL la capitalización del IBEX sin Telefónica principio del año.

