



Edit. Errepar

La Creación de Valor para el Accionista y el Consumidor

Finanzas y Marketing en una perspectiva integrada

Autor: Eduardo Petracca

Resumen y Conclusiones

En la introducción de este libro, he formulado 4 consideraciones o afirmaciones preliminares:

1. Un principio indiscutible es que el resultado de un negocio, empresa, inversión, etc.. es generado por el activo, mientras que el pasivo representa las fuentes de financiamiento de dicho activo (y también la mezcla de propiedad del activo).
2. Que la mayoría de los modelos de evaluación financiera, incluyen “hipótesis de linealidades¹” (simplificaciones) que no responden a la complejidad que la realidad demuestra poseer.
3. Que la mayoría de los modelos existentes para “decisiones o gestión de carteras”, entienden como cartera a un conjunto de activos representados por títulos, valores, bonos, papeles de renta, derivados, etc.; en general derechos - obligaciones intangibles (securities). Por ende, tales modelos son formulados desde la perspectiva del inversor o propietario alejándose de la perspectiva de la gestión gerencia.
4. Que en general se menciona el objetivo de “creación de valor para el accionista”, escindiéndolo de la “creación de valor para el consumidor”.

¹ Recuérdese que el sentido con que aplico el término “linealidad” en este trabajo, es referido al comportamiento como constantes o como proporcionalidades simples, a que generalmente responden las funciones matemáticas incorporadas a los modelos a que hago referencia.

Existe un significado alternativo del término “NO linealidad”, referido a bifurcaciones, fractalidad o disrupciones, que es el utilizado en la teoría del caos, teoría de los sistemas complejos, en el estudio de los sistemas disipativos, etc..

Sobre la primera, si bien entiendo que está ajena a la discusión, he desarrollado algunas ideas generales, con el propósito de clarificar no de discutir sobre una afirmación generalmente aceptada.

Las otras tres afirmaciones, constituyen el núcleo de investigación de este trabajo.

En la segunda afirmación, sostengo que los **modelos tradicionales** que en general se aplican para las evaluaciones financieras para determinar la cuantía de la creación de valor (p.ej. el Flujo de Fondos Descontados, el Valor Actual de la Oportunidades de Inversión, métodos paramétricos, etc.), **poseen “simplificaciones”**, que en algunos casos pueden resultar extremas, peligrosas y hasta fatales para la determinación del valor cuantitativo (ya sea para valuar empresas, negocios, productos o decisiones). Por tal motivo se deberían tener presente los límites de aplicación de tales modelos, lo que a su vez representa oportunidades para creación de nuevos modelos o herramientas y de adaptación de las existentes.

A modo de ejemplo de tal afirmación, mencioné que las tasas de crecimiento lineales en los pronósticos de volúmenes o de los precios o en el comportamiento de los costos, los porcentajes o importes fijos y el componente de perpetuidad son algunas de ellas.

A los fines de proponer mejoras en la utilización de los modelos de evaluación, he explorado y desarrollado ideas y conceptos relativos al Valor, entendiéndolo como tal a aquello que constituye “la esencia del intercambio” entre la oferta y la demanda.

Este concepto es fundamental y su cuantificación representaría una mejora sustancial en el cálculo de un elemento clave interviniente en casi todas las evaluaciones financieras, como lo es el “ingreso o revenue”, el cual muchas veces se lo toma como dato “externo a la evaluación” y como tal “aceptado como axiomático”.

En línea con dicha idea, he desarrollado desde una perspectiva estratégica los aspectos básicos que intervienen la construcción del “**Valor Buscado por el Consumidor**” y el “**Valor Ofrecido**” como la respuesta empresaria a ello.

He planteado la necesidad de “**Creación de Valor para el Consumidor**”, como **condición indispensable para poder crear “Valor para el Accionista”** (la primera es la causa, la segunda es el efecto) y desarrollé el concepto de producto en sí mismo (en todas sus diferentes expresiones) como “vehículo de intercambio de valor”.

De dichas ideas, emergió lo que denominé “**principio general de viabilidad del producto**”, que constituye una “condición necesaria” para el éxito de la oferta y por lo tanto un “filtro de consistencia” que toda evaluación financiera de proyecto o

decisión al respecto debe incluir, lo que evitaría aceptar como axiomático un aspecto tal trascendental como “los ingresos por ventas o revenue”.

Propuse, para efectuar dicha consistencia al “Modelo Multiatributo”, herramienta útil para la búsqueda de oportunidades de creación de valor y de fijación de precios, pero además para dar soporte racional a las cifras que constituirán el input de la evaluación financiera.

Por otra parte, atento a que **el comportamiento del revenue en el tiempo “no es lineal”**, exploré y explicité en forma amplia el concepto del “ciclo de vida”.

Propuse la inclusión del “ciclo de vida” en los modelos de evaluación financiera que determinan la creación de valor para el accionista en proyectos que contemplen horizontes prolongados, como elemento conceptual para superar la simpleza de la linealidad contemplada en los modelos tradicionales de determinación de revenue, que en general recurren a una componente de perpetuidad (simplismo extremo, irreal y peligroso).

De esta forma, el revenue será consecuencia de la sumatoria de las “diferentes etapas del ciclo de vida” por las que transcurra el producto, cada una de ellas con sus particularidades, lo que obligará a considerar los impactos que todas y cada una de las variables del marketing mix, genere en cada etapa en particular, evitando la utilización de simplemente: “precio x cantidad” o “contribuciones marginales constantes” a lo largo del tiempo.

En línea con estas ideas, analicé las diferentes alternativas para la “modelización de ventas en general”, exploré y adapté el **“concepto de escenario” y la incorporación de probabilidades a los mismos recurriendo a diversas herramientas probabilísticas.**

Propuse “un modelo multi-variable” de modelización de la curva de ventas”, que constituye una mejora a la aplicación del modelo de Hertz y analicé la aplicación de probabilidades a dicho modelo mejorado.

Con respecto a la fórmula de **“Perpetuidad de Gordon”** y dado que constituye un elemento de linealidad generalmente utilizado, **he propuesto un modelo alternativo de mucha más calidad predictiva** eliminando la linealidad implícita en la mencionada fórmula.

Por el lado de los **“costos y egresos”**, entendiendo que los modelos de utilización muchas veces también implican simplificaciones extremas, analice los mismos en función del comportamiento ante el volumen, ante el volumen acumulado y los cambios durante el transcurrir del ciclo de vida, dado que las variaciones de cada una de las variables del marketing mix también afecta a los costos, por lo que constituiría un error el tratarlos como inmutables en horizontes de planeamiento prolongados.

Complementariamente, exploré el concepto de “**curva de experiencia**” y propuse también la inclusión de la “ley de la curva de experiencia” como modelo auxiliar de comportamiento de costos y egresos e incluso como herramienta de decisión estratégica.

Como consecuencia de la unión de Ingresos y Egresos, **expuse el concepto de “Flow Operativo Neto”, y algunas ideas para la aplicación de la perspectiva estadística en el mismo.**

A partir del capítulo VIII, desarrollé la tercera afirmación inicial, relativa a la disponibilidad de modelos de administración de carteras en los que subyace la idea de títulos-valores (securities) alejándose de la idea de “activos concretos”.

Haciendo un puente entre la consideración 1 (el resultado operativo lo generan los activos) y el desarrollo y **las conclusiones efectuadas en torno al concepto de “valor”, en cuanto a que el “intercambio de valor” se materializa a través de los productos** como vehículos; concluyo en que la cartera de “títulos-valores” es para el inversor financiero, lo que **cartera constituida por “productos-marcas” concretas es para el gerente de empresa** (o para el propietario no diversificado).

Con esa idea central, ingresé en la **gestión de portafolios de productos concretos**, buscando elementos y analogías que representen aportes de este trabajo a la gestión empresarial.

Un primer paso fue analizar las propuestas clásicas en las que basar las 4 clases de **decisiones típicas que se pueden tomar en portafolios (diversificación, ampliación, profundización, consistencia)**, concluyendo que dichas propuestas son insuficientes, parciales o tan amplias que pecan de axiomáticas y de poca ayuda para la tarea gerencial concreta.

Para superar los problemas mencionados, propuse tener siempre presente en el análisis de portafolios 4 objetivos clave (crecimiento, supervivencia, rentabilidad y riesgo).

Dado que el portafolios representa un conjunto (o subconjuntos) que pueden ameritar diferentes niveles de análisis, pero siempre buscando perspectivas globales o integradoras, se requerían elementos cuantitativos que permitan “integrar productos” hasta el nivel de análisis buscado, pero respetando la lógica subyacente del negocio (en este caso la dictada por la pirámide del producto); para ello **propuse lo que denominé “Unidad Sintética de Análisis (USA)” como elemento matemático de utilización operativa.**

Este elemento, permite superar la individualidad del producto y analizar conjuntos y sub-conjuntos, permitiendo efectuar un análisis de portafolios, que de otro modo, implicaría analizar cada artículo por separado con la consecuente pérdida de la perspectiva integrada.

Las USA, son a su vez el insumo básico para poder desarrollar los análisis Matriciales, Duration, Rendimiento y Riesgo de cartera, como generadores de una perspectiva integrada en la que debería basarse la “gestión de carteras de productos concretos”.

Para el **análisis Matricial de Cartera**, recurrí a la matriz de la posición – atractivo del mercado, desarrollando 4 perspectivas (la estratégica, la temporal o ciclo de vida, la económica y la financiera), **generando con esto una “visión de conjunto” y proponiendo las pautas y condiciones que caracterizan a un portafolios de productos concretos “adecuado y balanceado” (ideal).**

En cuanto a la Duration, concepto cuali-cuantitativo de divulgada aplicación a bonos, propuse en este trabajo su aplicación a carteras de productos concretos, lo que resulta posible si se recurre al operador USA mencionado anteriormente.

Aplicándola a la cartera de Productos Concretos, **la Duration puede ser utilizada por una parte, como una medida de riesgo o indicador de exposición del Valor a la volatilidad de los cambios de la tasa de interés o a la inflación (y por ende al costo del capital) y por otra, para realizar estrategias de financiamiento activas con vistas a lograr “inmunizaciones” (mantenimiento del valor).**

Al respecto, analicé y demostré que existen dos técnicas de inmunización posibles; una aplicable cuando las tasas activas y pasivas son similares; y otra, mas frecuente, cuando las tasas activas y pasivas son diferentes.

Estos desarrollos previos sobre Duration fueron aplicados a una estructura de financiamiento empresaria recurriendo a un caso ejemplo cuali-cuantitativo de gestión.

Para el desarrollo del ejemplo, también construí algunas fórmulas utilizando la Duration y la Duration Modificada, aplicables en casos donde aparece el “Equity” como elemento de consideración.

Por ende, de los análisis y aportes efectuado **sobre el tema Duration emergió un conjunto de conclusiones que permiten su aplicación específica y útil a una empresa que posee portafolios de productos concretos.**

En la última parte de este trabajo, **analicé el tema del riesgo de cartera desde una perspectiva general** (ya no solo desde la variación de tasa de interés como en la Duration), recurriendo al modelo de CAPM.

Exploré el modelo de CAPM, proponiendo y **demostrando la hipótesis de que “no debe ignorarse el riesgo específico”.**

Por ello, el management de la empresa debe tener presente tanto el riesgo sistémico como el específico, siendo incluso el riesgo específico mas propio de la naturaleza de la función gerencial.

Aceptando tal conclusión, he explorado la aplicación del modelo de CAPM en portafolios de productos concretos, adaptando dicho modelo e incorporando otros indicadores de performance y valor empresa.

Siguiendo esta línea de pensamiento, **concluyo que el nivel de riesgo de una empresa puede manejarse operando sobre la composición del su portafolios de productos - negocios y planteé algunos interrogantes, vinculados con esta temática, que toda gerencia superior debería formularse².**

Complementando el análisis de riesgo y el modelo de CAPM adaptado, **recurrí a la aplicación de la distribución normal, generando un mayor grado de completud al análisis.**

Confirmando las afirmaciones efectuadas y respondiendo los interrogantes planteados desarrollé un ejemplo de aplicación mediante un caso cuantitativo en donde utilicé todas las adaptaciones desarrolladas para el CAPM y también la distribución normal en el análisis de riesgo.

Con ello concluyo que: a través del contenido del portafolios de productos - negocios y su modificación, es posible operar sobre el retorno empresa y sobre su nivel de riesgo (sistémico y específico), con el consecuente efecto en la creación de valor para los propietarios.

Con lo desarrollado, **este trabajo brinda una perspectiva mejorada para la evaluación de productos, para la evaluación de proyectos, para la valuación de empresas, para la gestión de riesgos, etc., siempre teniendo presente empresas que deben gerenciar portafolios de productos concretos, no securities.**

En este trabajo, la creación de “valor para el accionista” se conjuga con la creación de “valor para el cliente – consumidor”, superando la

² Los interrogantes formulados fueron:

- ¿ Cual es la Beta Promedio del sector-mercado donde operamos (benchmarking) ?
- ¿ Cual es en términos de “puntos de rendimiento” la cuantía del riesgo sistémico promedio del sector donde operamos ?
- ¿ Cual será la tasa que un inversor promedio externo requerirá como retorno para invertir en el sector-mercado al que pertenecemos ?
- ¿ Como está nuestra empresa posicionada relativamente con respecto a su nivel de riesgo sistémico ?
- ¿ Cual es el nivel de “riesgo total” de nuestra empresa ?
- ¿ Como afecta una nueva línea de productos-negocios al riesgo de nuestra empresa?
- ¿ Una nueva línea de productos-negocios en particular, crea valor para el accionista ?

fragmentación de las perspectivas aisladas.

En este trabajo se articula el “value for money” con precio, ciclo de vida, portafolios, estrategia, flujos de fondos, rentabilidad, riesgo, tasa de interés, duration y “valor para el accionista (money for money)”.

Espero que esta obra haya aportado valor a todos sus lectores.

Espero que a los profesionales de las finanzas les haya brindado una perspectiva sistémica junto a un mejoramiento de los modelos de evaluación utilizados. A los profesionales del marketing, una complementación cuantitativa más rigurosa que colabore con la disciplina específica. Al estudiante responsable un aporte a su avidez por superar la fragmentación del conocimiento... y para quien hace del management su actividad cotidiana, mejores herramientas para la creación integral de valor.