

Cómo abordar la estrategia en el Consejo de Administración (1/2): crear valor y vigilar los eventos de destrucción de valor corporativo

Nota previa

El presente artículo es el primero de una serie de dos entregas en las que se exponen algunas ideas que creemos pueden ayudar a los consejeros a realizar mejor su función de aprobación y supervisión de la estrategia.

AUTOR

Pedro Parada

Profesor del Programa para Consejeros de Esade y director del Departamento de Dirección General y Estrategia de Esade.

Ana García Fau

Profesora del Programa para Consejeros de Esade y consejera independiente.

Febrero 2022

Pese a que la **estrategia corporativa** es una responsabilidad indelegable del Consejo de Administración, muchos consejeros manifiestan que por su formación o experiencia previa desconocen los fundamentos de la estrategia empresarial y, por tanto, no están del todo cómodos o seguros cuando se debate o decide sobre la estrategia.

El consejero debe contribuir a la creación de valor sostenible en el largo plazo, esto implica tomar decisiones siempre en el mejor interés de la empresa. Para ello, y siempre siguiendo el principio básico de gobierno "*Noses in, fingers out*", una de las principales contribuciones que pueden hacer los consejeros es retar de forma constructiva al equipo gestor, formulando las preguntas adecuadas ante toma de decisiones en situaciones que potencialmente puedan crear o destruir valor para la compañía en el largo plazo. Vamos a exponer algunas ideas que creemos pueden ayudar a los consejeros

a realizar mejor su función de aprobación y supervisión de la estrategia.

En esta primera parte del artículo abordaremos algunos eventos propios de la estrategia corporativa que conllevan riesgo potencial de destrucción de valor como puedan ser los procesos de diversificación y las fusiones y adquisiciones.

En la segunda parte trataremos algunos de los principales mecanismos que contribuyen a corregir la destrucción de valor como la intervención de inversores activistas por un lado, y el mercado, por el control corporativo por otro. Abordaremos la sostenibilidad de la creación de valor en el largo plazo mediante las estrategias de ESG. Luego presentaremos algunas recomendaciones para los consejeros sobre cómo introducir la estrategia en el Consejo, cómo prepararse para el debate y discusión de la estrategia, y cuáles son los elementos fundamentales en los que

deberían enfocarse, tanto en cuanto a contenido, como respecto al proceso de debate y aprobación de la misma.

Creación y destrucción de valor: dos caras de la misma moneda

¿Por qué existe la necesidad de tener un gobierno corporativo? A menudo se suelen citar los conflictos de interés entre el principal (accionistas) y el agente (directivos), lo que se conoce como el problema de agencia, que surge por la separación entre propiedad y gestión. Sin embargo, ésta es una explicación simplista que puede aplicarse a un tipo de organización específica: una empresa cotizada con muy elevado “*free-float*” y, por tanto, propiedad de muchos accionistas, fragmentados y dispersos sin intervención o participación en el máximo órgano de gobierno de la sociedad, es decir, sin prácticamente mecanismos de control o supervisión de la gestión (aunque en realidad suele haber accionistas de referencia en el capital de las compañías).

La estructura de propiedad es determinante para comprender el gobierno corporativo de una organización. Aunque no se puede generalizar, los objetivos y prioridades serán diferentes si hablamos de empresas cotizadas (cierta tendencia a estar más pendientes del corto y medio plazo) o privadas (con más libertad hacia el largo plazo), si tienen una participación estatal (con intereses estratégicos), si están controladas por inversores financieros como fondos de *private equity* (que buscan transformar rápido para desinvertir), fondos de pensiones (que buscan estabilidad de flujos de caja y rentabilidad en el largo plazo), si hay una familia o un accionista de referencia (cuya reputación o unidad depende de la empresa). Cada tipo de propiedad tiene su propia agenda, horizonte temporal de permanencia, tasas de rentabilidad esperada y niveles diferentes de tolerancia al riesgo.

En cualquier caso, el mismo mecanismo que requieren los directivos para tener la oportunidad de crear valor sostenible en el largo plazo, la discreción en sus decisiones, puede generar situaciones de destrucción de valor corporativo. Por un lado, el directivo necesita libertad de

acción para innovar y actuar en mercados competitivos y entornos cambiantes y, por otro, se necesita reducir la posibilidad de cometer errores y destruir valor. La potencial creación o destrucción de valor son dos caras de la misma moneda que lanzan los directivos cada vez que plantean alternativas estratégicas arriesgadas, que con información limitada e imperfecta considerando las incertidumbres existentes, pueden representar oportunidades significativas que van acompañadas de riesgos que hay que conocer y mitigar.

Ante esta complejidad e incertidumbre, los directivos suelen recurrir a procesos comúnmente aceptados (como son, por ejemplo, las técnicas de valoración de empresas o activos) pero no necesariamente precisos, o a lógicas dominantes o sesgos cognitivos que suelen aparecer en forma de recetas de éxito pasado (lo que llamamos a menudo la experiencia o la intuición directiva). Uno de nuestros doctorandos de Esade y Georgetown identificó en su investigación que algunas decisiones directivas clave se explican por el interés en superar los resultados de los predecesores en el cargo más que por reaccionar a las acciones de los competidores. De ahí que la Comisión de Nombramientos y el Consejo tengan un impacto enorme sobre la estrategia futura de la empresa al plantear determinados perfiles de altos directivos y consejeros, especialmente el consejero delegado o CEO, que tienen una trayectoria profesional determinada y aterrizan con una lógica dominante que es difícil de cambiar.

Por tanto, los consejeros, teniendo el privilegio de gozar de distancia respecto al día a día de la gestión, pueden formular preguntas que ayuden a los directivos a buscar las piezas de información o razonamiento que complementen sus análisis, o les ayuden a identificar los sesgos cognitivos en los que pueden incurrir como respuesta a la presión de tiempo que tienen por tomar decisiones. Los procesos y procedimientos para la toma de decisiones complejas ayudan a evitar caer en los sesgos habituales. Como consejeros debemos insistir en establecer y asegurar procesos para la discusión, aprobación, seguimiento y supervisión de las decisiones estratégicas en el marco de nuestro deber de diligencia.

El fenómeno de la destrucción de valor corporativo y cómo corregirlo

Un fenómeno que observamos es que algunas empresas diversificadas tienen en determinados períodos una valoración total menor que la suma del valor individual de las unidades de negocio que la conforman. En esta situación, la única diferencia entre la empresa integrada o desintegrada es el centro corporativo. ¿Puede por tanto el centro corporativo destruir valor?

Entre los principales procesos de creación o destrucción de valor se cuentan los procesos de crecimiento acelerado. Por esto las decisiones que implican un cambio en el perímetro de la organización hacia nuevos negocios o la consolidación de actividades, por ejemplo, mediante fusiones o adquisiciones, constituyen el territorio natural del Consejo de Administración. En concreto, aquellas decisiones que llevan a las organizaciones fuera de sus áreas de dominio y competencia, cómo los procesos de diversificación de negocio (horizontal o vertical), en particular aquellos que se alejan de lo que representa el “core” del negocio y “expertise” de la compañía, o los procesos de diversificación geográfica. Especialmente cuando se ejecutan mediante fusiones o adquisiciones, o con alianzas o colaboraciones.

En el largo plazo el valor de las acciones de una empresa depende en alrededor de dos tercios de las expectativas de crecimiento futuro. En muchas ocasiones los procesos de crecimiento corporativo responden a una presión externa por crecer, a veces incluso promovido por diferentes actores y entidades, contribuyendo a crear un contexto que genera una presión por crecer a menudo difícil de resistir. Por ello entre los puntos estratégicos de la agenda que requieren aprobación del Consejo merecen especial atención las operaciones corporativas y su encaje estratégico, el marco de diversificación y la expansión internacional.

A los factores externos que generan un escenario de presión para crecer le suelen acompañar otros factores internos como los excedentes de liquidez que requieren ser invertidos (aunque no nos olvidemos que siempre cabe incrementar la remuneración al accionista vía dividendos en estos casos), las ambiciones personales de los

directivos o de la organización por dominar una actividad, mercado o negocio. En este sentido es importante que la Comisión de Retribuciones y el Consejo se aseguren que los sistemas de incentivos de corto y largo plazo de los directivos estén alineados adecuadamente con los objetivos estratégicos y financieros de la compañía. Es decir, la compensación y alineamiento de la remuneración del equipo gestor es crítica en la consecución de la estrategia.

Uno de los fenómenos más estudiados es el “descuento por conglomerado”. Por ejemplo, Collis y Montgomery en su libro sobre estrategia corporativa señalan que una empresa muy diversificada muestra un descuento medio en su valoración bursátil del 20% en el largo plazo frente a una empresa similar más enfocada en Estados Unidos, 15% en el Reino Unido o 10% en Japón. Desde el punto de vista de gobierno corporativo se podría pensar que la alta discreción de los gestores americanos (como ejemplo la figura de *chairman* & CEO que suele rondar el 70% de las empresas del S&P 500) les permite generar mucho valor, pero a su vez, también destruirlo. El Reino Unido muestra menos descuento por conglomerado, entre otras razones, por la recomendación de su Código de Gobierno Corporativo de tener separadas las figuras de presidente (*chairman*) y consejero delegado (CEO), por tanto, el ejecutor no se supervisa a sí mismo. En el caso de Japón los procesos de decisión por consenso en amplios grupos de consejeros y directivos suele explicar que el descuento sea menor. Y lo más interesante, los conglomerados alemanes, en general, no muestran descuento en el mercado, posiblemente, porque el modelo dual de gobierno corporativo, donde existe un Consejo supervisor que incorpora representantes de los empleados vigilando al comité de gestión restringe la discrecionalidad directiva. *A priori* se aprecia que cuanto menor discrecionalidad relativa de los directivos, menor es el descuento por conglomerado.

En consecuencia, los consejeros deberían ser extremadamente escépticos cuando les piden aprobación para procesos de diversificación horizontal. ¿Qué ventajas exactamente se pueden desplegar en la nueva actividad? ¿Cómo se valoran (o quién valora) las sinergias o valor creado por el nuevo portafolio de negocios? Además del

riesgo de la industria que sí se puede diversificar, ¿cómo controlamos el riesgo gestor (tenemos los gestores adecuados para la nueva actividad)? En la diversificación vertical la trampa habitual es pensar que conocer la cadena de valor es suficiente para poder competir en cualquiera de los eslabones con los mejores de su clase o los especialistas. En el largo plazo, la mayor parte de las justificaciones para la integración vertical (e.g. aumentar márgenes) no se sostienen por la falta de especialización. Con carácter general, los consejeros deberían tener un claro sesgo hacia mantener relaciones de mercado y dejar fuera del perímetro vertical del negocio las actividades no esenciales, salvo cuando el mercado no funcione adecuadamente y no provea en condiciones de tiempo, forma o coste los insumos o canales de distribución necesarios, ya sea por el comportamiento oportunista de otras empresas o por circunstancias excepcionales del entorno.

En los procesos de expansión geográfica (internacionalización) el rendimiento de las actividades en el mercado de origen suele sufrir al inicio, entre otras cosas porque tanto la atención de la dirección como los recursos siempre escasos están compartidos con el frente internacional. Por ello, se recomienda no

iniciar un proceso de expansión internacional cuando la empresa se encuentre débil o como proceso de escape a una crisis en el mercado de origen. Desde el Consejo es importante evitar la tentación habitual de subestimar la complejidad de la expansión internacional. Preguntar y buscar evidencia clara que muestre aquellas partes del modelo de negocio que realmente viajan bien. ¿Qué pretende la expansión internacional? ¿Es el momento adecuado? ¿Quién lidera la carga? ¿Dónde y cómo llevarla a cabo? ¿Cómo transformar la presencia internacional en una ventaja competitiva global?

Pero, ¿qué ocurre cuando una empresa se encuentra en una situación en que el valor del todo es inferior al valor de las partes? Esto lo discutiremos en la segunda parte de este artículo.

