



# LA GESTIÓN DEL “MULTIPLIO” CON EL QUE SE VALORAN LAS EMPRESAS

**LUIS HUETE**

Profesor de IESE Business School

## INTRODUCCIÓN

¿Cuánto crece la empresa? ¿Qué rentabilidad tiene? ¿Con que múltiplos (los años de beneficios) se valora en el mercado? Son tres preguntas que requieren respuesta y gestión ya que moverán la aguja de los inversores y la continuidad o no del equipo directivo.

La fórmula que permita que **crecimiento, rentabilidad y múltiplos** se retroalimenten de manera positiva no es obvia. Las más de las veces la mejora en una de las tres variables influye negativamente en otra.

## EL PERIMETRO DE RESPONSABILIDADES

**¿Quiénes son los responsables de estas métricas?** Tradicionalmente el múltiplo ha estado más en el perímetro del Consejo de Administración. El crecimiento y la rentabilidad más en el ámbito del CEO y de su equipo.

El pensamiento más tradicional sugiere que un **equipo directivo** debe centrarse en **aumentar los ingresos y controlar los gastos**. Para ello se ha demostrado certero el enfoque de crear una cultura en la empresa que impulse el sentimiento de propietario y un foco en la gestión de la base de clientes y la innovación. Una empresa cuando está sana por dentro le resulta "natural" todo lo anterior.

Ese mismo pensamiento asigna al **Consejo de Administración** la responsabilidad de hacer crecer el "múltiplo" con la que los mercados ajustan el valor de la empresa. Ese ajuste se sustenta en dos elementos: las expectativas sobre los factores de **riesgo** y las expectativas de **crecimiento y rentabilidad** de la empresa.

Los **riesgos** que el Consejo de Administración puede controlar (o medio controlar) son el riesgo reputacional, el regulatorio, el industrial, el sectorial, el de corrupción (interna y externa), el asociado a la salida de personal clave, el riesgo de no ver las carencias de gestión de la propiedad, la veracidad de los estados financieros, los fiscales, los asociados al medio ambiente, y los social-políticos. Otros riesgos como por ejemplo las variaciones de los tipos de interés no son posibles de controlar, aunque sí de gestionar de manera indirecta sus posibles efectos.

## EL ORIGEN Y LA APLICACIÓN DEL CAPITAL CLAVE PARA GESTIOPAR EL MULTIPLIO

Las **expectativas de crecimiento y rentabilidad, y por tanto el "múltiplo"** requieren que el Consejo de Administración (y por tanto el CEO) desarrollen una **visión sistémica y de largo plazo sobre el origen y aplicación de los fondos con lo que una empresa puede disponer**.

Las opciones de la empresa para **aplicar los fondos** son: reinvertir en la mejora de las operaciones existentes, adquirir nuevos negocios, pagar dividendos, devolver deuda y, por último, recomprar acciones con la intención de que el beneficio por acción suba por la reducción del número de acciones.

Las **fuentes** de obtención de **fondos** son la caja que generen las operaciones, la venta de activos, la emisión de capital y el aumento de la deuda financiera.

## EL PATRON SUGERIDO POR THORNDIKE

En el libro **Outsiders**, de William **Thorndike** se argumenta que empresas aparentemente iguales pueden tener múltiplos (y por tanto valoraciones de mercado) muy distintas en función de la gestión de este origen y aplicación de la caja.

En el libro se describe un **patrón** recurrente en las empresas investigadas (General Dynamics, Teledyne, TCI, Washington Post, General Cinema y Berkshire Hathaway entre otras) cuyo efecto ha sido la **obtención de múltiplos significativamente superiores** a los de su competencia.

A modo de resumen el patrón "descubierto" por el autor contiene los siguientes elementos:

1. **Procesos liderados por CEOs** jóvenes y provenientes de **fuera del sector**.
2. CEO con una **personalidad** cercana a lo que Jim Collins denominaba **líderes de nivel 5**. Una rara combinación de humildad con férrea resolución; lejos del tipo de individuo carismático extrovertido. No sentían la necesidad de aparecer en los medios de comunicación ni de orientar a la comunidad de analistas e inversores. A su vez, esto les ayudaba a mantenerse firmes en su **apuesta de largo plazo** y evitar la presión a corto plazo.

3. CEOs que asumen en primera persona la **gestión del origen y la asignación de capital** como su máxima prioridad incluso por encima que la gestión interna e institucional.
4. Un enfoque de gestión muy **descentralizada** con bajos costes en la central. La descentralización favorece la creación de unidades de negocio con espíritu empresarial y ayuda a reducir los costes y las fricciones internas.
5. Alto grado de **delegación** del CEO a las unidades de negocio con la excepción de la asignación de capital.
6. Primacía de las **métricas basadas en el origen y aplicación de los flujo de caja**. El enfoque financiero se centra en la calidad de las hipótesis que sustentan los proyectos, en lugar de en el detalle de las cifras.
7. **Recompra** regular de sus propias **acciones**. La parte "por acción" (denominador) se considera tan importante como el beneficio (numerador). Hay circunstancias que hacen que las propias acciones puedan ser la mejor oportunidad de inversión.
8. **Dividendos** bajos.
9. **Adquisiciones** prudentes pero **significativas** por tamaño o importancia estratégica. Paciencia para encontrar la oportunidad de adquisición adecuada, y rapidez y valentía para realizar adquisiciones significativas en relación con su propio tamaño.
10. Uso de **asesores** independientes para tener una visión más plural del mercado y poder contrastar los planteamientos internos con las perspectivas y metodologías externas.

Por tanto, sean bienvenidos aquellos CEOs que actúen más con una mentalidad de inversor, sumando fuerzas con su Consejo de Administración, que de gestor. Estos CEOs, eso sí, requieren de un buen director general que gestione el día a día de la empresa.

No hay que ir a los negocios a hacerlos grandes, sino rentables. Y a crear las condiciones para que los múltiplos con los que se valora el negocio sean mejores que los de la competencia.

## CONCLUSIONES

A modo de conclusión se puede por tanto afirmar que la gestión a largo plazo y sistémica del origen y aplicación de los flujo de caja puede ser más determinante en la valoración a largo plazo de la empresa que el puro crecimiento o rentabilidad a corto plazo.

## SOBRE EL AUTOR



### HUETE, LUIS

**PROFESOR EN ESCUELAS DE NEGOCIO**

**CONSULTOR INTERNACIONAL DE ALTA DIRECCIÓN**

**CONSEJERO INDEPENDIENTE**

**ESCRITOR**



@LuisMHuete



huete@iese.edu

#### **Educación en Europa y Estados Unidos**

Luis Huete es licenciado en Derecho, MBA por IESE Business School y Doctor en Administración de Empresas por Boston University. Fue becario Fulbright en Estados Unidos y su tesis doctoral sobre estrategia de servicios de bancos comerciales fue premiada por el Decision Science Institute de Atlanta como la mejor tesis finalizada en Estados Unidos en el año 1988.

#### **Afiliaciones académicas en los cinco continentes**

Es profesor de IESE Business School desde 1982 y ha sido profesor en los programas Achieving Breakthrough Service y Advanced Management de Harvard Business School (EE.UU.). Ha dictado programas para ejecutivos también en otras escuelas de negocio como ESE (Chile), IAE (Argentina), IPADE (México), ISE (Brasil), PAD (Perú); Deusto Business School, ISEM, Instituto Internacional San Telmo y Basque Culinary Center (España); ESMT (Alemania), Timoney Leadership Institute (Irlanda), AESE (Portugal) y Skolkovo (Rusia); Human Capital Leadership Institute (Singapur), Mudra Institute of Communications (India), Hamayesh Farazan (Irán) y Lagos Business School (Nigeria) entre otras. También colabora con las Universidades Corporativas de Omnicom (EE. UU.), Bupa y OMG (Reino Unido), ISS (Dinamarca), Telefónica (España), Intercorp, Graña y Montero (Perú) etc. Como investigador ha trabajado en Harvard Business School desarrollando material científico y participando en proyectos de investigación financiados por Bell Communications.

#### **Colaboraciones con empresas en los cinco continentes**

Luis ha desempeñado labores de speaker, consultor y facilitador de equipos de alta dirección en más de 800 empresas en 70 países. Ha trabajado con CEOs y Comités de Dirección para el rediseño de la gobernanza, estrategia, estructura y cultura en empresas como Almirall, Altia, Banco Santander, BBVA, Banco Caminos, Banesto, Bankinter, Campofrío, Cepsa, Christian Lay, Enagas, ITP-Rolls Royce, Leon de Oro, Loewe, Luckia, Meliá, Neinver, Osborne, Pronovias, Repsol, Ticare, (España); ISS (Dinamarca), International House, OMG (Reino Unido), Rijk Zwaan, Randstad (Holanda), Persgroup (Bélgica), Luxxotica (Italia), Addeco (Suiza), Top Farms (Polonia), Luis Simoes, Sogrape (Portugal); Omnicom, Tricon, UTI (EE.UU.), Guard.me (Canadá); Femsa, Grupo Salinas, Oxxo, Palacio de Hierro, Telefónica (México); Transactel (Guatemala), Graña y Montero, Grupo AJE, Grupo Breca, Intercorp, Grupo Romero, Mibanco, (Perú), Larrain, Telefónica, Tricon (Chile), Banco Galicia, Tarjeta Naranja, Telefónica, VW (Argentina), Equivida, Indurama, Telefónica (Ecuador), ASSA, Copa, Femsa Kof, Indesa, Sab Miller (Panamá), O Estado de Sao Paulo, O Globo, Telesp (Brasil), Coca-Cola, Colombina (Colombia), Grupo Monge (Costa Rica), Nissan (Latam); Epikurean Lifestyle, Six Senses Resorts (Tailandia), CEMEX, Femsa Coca Cola, LH Parangon (Filipinas); Deloitte (Australia); Kangra (Sudáfrica) entre otras.

#### **Consejos y cargos en Europa, América y Asia**

Luis Huete es consejero de Altia, Instituto Gobernanza y Sociedad, (España); Epikurean Resorts and Lifestyles (Tailandia); y de la International Academy of Management. También es miembro de los Consejos Asesores de Cenador de Amós-Jesús Sánchez (3 estrellas Michelin), Executive Excellence, Exus Partners, Lid Publishing, Instituto Internacional de Talento Humano, Ikaria, Ticare (España) y Adizes Graduate School (EE. UU.). Además, es patrono de la Fundación Tu grano de arena. También es Embajador de la marca Soneva (Maldivas). Anteriormente fue consejero de otras empresas como Six Senses Resorts & Spas (Tailandia), Corporación Financiera Arco (Madrid), PortAventura (Barcelona), Solera Motor (Cádiz), patrono de la Fundación Montenmedio de Arte Contemporáneo y embajador de la marca Glenfidich.

#### **12 libros traducidos en tres idiomas**

Es autor de doce libros de gestión. "Servicios y Beneficios", "Construye tu sueño" "Administración de Servicios" y "Clienting" son los títulos más conocidos. "Liderar para el bien común" (2015), "Lideres que hicieron historia" (2017) y "Construye tu sueño 2.0" (2019) son los últimos publicados. Luis es también escritor habitual de artículos en publicaciones especializadas como Harvard Deusto Business Review y Expansión.