

**Destruyores del valor, revisado**

Un estudio sobre la administración  
del riesgo\*





# Prefacio

Las últimas dos décadas han visto una serie de eventos que han conducido a pérdidas importantes del valor en las compañías individuales y colectivamente en la economía global. A partir de la recesión financiera global hasta otros eventos de la última década, tales como el tsunami y el desastre de Fukushima, las inundaciones destructoras en Tailandia, y las continuas convulsiones políticas en el Oriente Medio, los negocios deben aprender a esperar – y administrar – lo inesperado.

Desde nuestro primer estudio sobre los destructores del valor<sup>1</sup>, realizado en el año 2005, la administración del riesgo ha crecido en importancia para las corporaciones en todo el mundo. Nosotros encontramos que las juntas, la administración, y los reguladores están prestando creciente atención a la administración del riesgo y al gobierno. Los nuevos requerimientos de revelación buscan ayudar a los accionistas a ser más conscientes de los riesgos específicos de la compañía. Aún así, muchas compañías continúan experimentando importantes pérdidas de valor en un período corto de tiempo.

“The value killers revisited” [Los destructores del valor, revisado] vuelve a examinar el estudio del año 2005, en el cual valoramos los conductores de las pérdidas de valor del 20 por ciento o más en una compañía en un período de un mes en relación con un índice amplio del mercado. Continuando con nuestra investigación anterior, este estudio examina los conductores de las pérdidas importantes de valor desde el año 2003 hasta el año 2012. Este nuevo análisis se beneficia de un nuevo conjunto rico de datos que refuerza los hallazgos precedentes y da origen a otros nuevos. En el período estudiado, la crisis financiera fue un conductor clave de las principales pérdidas de valor, pero no el único.

Escrutar los destructores del valor y las vías que conducen a las pérdidas puede ayudar a enmarcar de mejor manera las preguntas sobre cómo esquivar o administrar los futuros eventos de riesgo. Si bien nuevas sorpresas siempre están esperando a la vuelta de la esquina, y el pasado no necesariamente es un preludio para el futuro, mediante entender el pasado más probablemente podemos evitar repetir sus equivocaciones.

Dr. Ajit Kambil  
Global Research Director, CFO Program  
Deloitte LLP

\* Documento original: *The value killers revisited. A risk management study.* 2014 Deloitte Development LLC.

<http://www2.deloitte.com/global/en/pages/risk/articles/the-value-killers-revisited.html>.

Traducido por Samuel A. Mantilla, asesor de investigación contable de Deloitte & Touche Ltda., Colombia, con la revisión técnica de César Cheng, Socio Director General de Deloitte & Touche Ltda., Colombia.

# Contenido

<b>Resumen Ejecutivo .....</b>	<b>3</b>
Resumen de los hallazgos clave .....	4
<b>Los destructores de valor .....</b>	<b>5</b>
La frecuencia y la magnitud de los factores de valor .....	5
Duración de la pérdida.....	6
Conductores de la pérdida .....	6
<b>Riesgo de impacto alto, frecuencia baja .....</b>	<b>8</b>
<b>Riesgos de Líquidez .....</b>	<b>10</b>
<b>Fusiones y adquisiciones (M&amp;A) – Riesgos Relacionados .....</b>	<b>11</b>
<b>Riesgo de cultura compensación y fraude .....</b>	<b>12</b>
<b>Conclusión .....</b>	<b>13</b>
<b>Apéndices</b>	
Apéndice 1: Metodología y Estudio.....	14
Apéndice 2: Pérdida máxima en un mes en el precio normalizado de la acción.	14
Apéndice 3: Tiempo requerido para la recuperación del precio de la acción.....	15
Apéndice4: Estadísticas de la magnitud de la pérdida .....	15
Apéndice 5: Estadísticas de la duración de la pérdida .....	15

# Resumen ejecutivo

Los hallazgos de este estudio provienen de un análisis comprensivo de las 1.000 compañías públicas globales más grandes a diciembre 31, 2012. Desde el año 2003, casi el 38 por ciento de esas compañías sufrieron declinaciones en los precios de las acciones de más del 20 por ciento en un período de un mes en relación con el índice MSCI Global 1000 en el mismo período. A esas pérdidas dramáticas en el valor durante un período corto las denominamos “pérdidas por el destructor del valor.” Para el final del año 2012, aproximadamente el 18 por ciento de esas compañías todavía no había recuperado sus pérdidas por el destructor de valor, y el 18 por ciento esperó casi un año para que se recuperaran los precios de sus acciones.

Utilizando más de 2 millones de puntos de datos financieros durante 10 años, comenzamos calculando la magnitud de cada pérdida más grande durante un mes de la compañía (“evento de pérdida”). Luego analizamos cientos de artículos y reportes sobre esos eventos de pérdida para entender las razones para las 142 caídas más severas en el valor de la compañía (para identificar 100 nombres de compañías). Identificamos los destructores de valor detrás de esas pérdidas principales y señalamos las interferencias a través de nuestro análisis para inferir luces acerca de los destructores clave del valor. Para los propósitos de este reporte, “década anterior” se refiere a los años 1994 a 2003, el período cubierto por nuestro estudio original, y “década actual” se refiere a los años 2003 a 2012.

Las pérdidas, si bien distintas, a menudo fueron dirigidas por riesgos subyacentes similares. Para identificar las estrategias para proteger el patrimonio del accionista, el Programa CFO de Deloitte LLP, junto con la práctica de Risk & Capital Management de Deloitte Touche Tohmatsu, analizó los factores que contribuyeron a pérdidas severas en el valor. En total, observamos cinco temas principales.<sup>2</sup>

Los riesgos de impacto alto, frecuencia baja desencadenan la mayoría de los destructores de valor. El desencadenante más notable de los riesgos de destrucción del valor fue un evento de impacto alto, frecuencia baja, un hallazgo consistente con el trabajo de Nassim Nicholas Taleb sobre los cisnes negros. Los grandes eventos a nivel de la industria o de la economía tales como la crisis del crédito o la crisis de la zona euro condujeron a las mayores pérdidas de valor. Esos eventos a menudo exponen las debilidades estratégicas, operacionales, o financieras más grandes de la compañía, a menudo generando una cascada general de eventos negativos para la compañía.

**Riesgos correlacionados o interdependientes.** El estudio reveló que el estudio reveló que cerca de tres cuartas partes de los principales eventos de pérdida ocurrieron debido a riesgos correlacionados

o interdependientes. Si bien un evento tipo cisne negro puede originar una pérdida de valor, su magnitud a menudo es amplificada por las interdependencias entre una variedad de riesgos en una organización. Los riesgos interdependientes fueron el orientador clave de las pérdidas de valor en nuestro primer reporte; nuestra última investigación reafirma la importancia de pensar acerca de los eventos de riesgo no solo por aislado sino en términos de cómo un evento de riesgo puede originar otros eventos dentro de la compañía y escalar en pérdida masiva del valor.

En esta década, el término “riesgo sistémico” ingresó al léxico dado que muchas compañías del sector de servicios financieros estuvieron al borde del colapso durante la crisis financiera. Las interdependencias entre la industria de servicios financieros, y otras industrias y compañías que dependen de los servicios financieros, hizo crítico considerar cómo los eventos y riesgos fuera de la industria central de la compañía – pero todavía dentro de su ecosistema de recursos críticos – pueden orientar el valor.

**El riesgo de liquidez se volvió más sobresaliente.** La crisis financiera y la crisis inicial del crédito hicieron que las debilidades reales o percibidas en el balance general de la compañía, y la potencial incapacidad para tener acceso al capital, un orientador mucho más sobresaliente de las pérdidas de valor. Desde la recesión financiera, las compañías altamente apalancadas sin suficientes reservas de liquidez estuvieron en mayor riesgo de pérdida de valor que las firmas comparables con menos apalancamiento. Ante el aumento de costos y la reducción de la demanda, la carencia de liquidez a menudo fue una restricción crítica para la compañía y un conductor de las pérdidas de valor.

**Las fusiones y adquisiciones [M&A = Mergers & Acquisitions] continuaron siendo un destructor crítico del valor para compañías seleccionadas.** Tal y como encontramos en nuestro trabajo anterior, los negocios no-exitosos de M&A pueden ser destructores del valor por muchas razones diferentes. Las ofertas pueden ir mal debido a valuaciones incorrectas antes de la realización del negocio, falla en completar un negocio anunciado, circunstancias económicas cambiadas después de la oferta, o la falla en capturar las sinergias anticipadas o en ejecutar de manera efectiva la integración posterior a la fusión.

**Los riesgos de cultura, compensación, y fraude como conductores de las pérdidas de valor.** Esos riesgos surgen cuando la cultura y los planes de compensación de la compañía crean incentivos para cometer fraude o fomentan comportamientos de los empleados que incrementan los riesgos que son asumidos por la compañía.

Además de los anteriores hallazgos, el estudio reveló unas pocas otras categorías de riesgos sobresalientes que originan pérdidas similares a los destructores del valor. Incluyen sobrecostos y riesgos políticos y de política soberana.

En las páginas que siguen, usted aprenderá acerca de la magnitud y profundidad de los diversos destructores del valor y cómo les fue a las compañías durante la crisis. El reporte examina algunas de las vías para acceder a la pérdida entre las pérdidas de mayor porcentaje en el valor de accionista y sugiere algunos pasos para mitigar contra futuras pérdidas de valor.

Un hallazgo meritorio: los casos de fraude contable como un conductor de pérdidas que destruyen el valor – en las 100 compañías que experimentaron las pérdidas más grandes que destruyen el valor – fue sustancialmente más bajo esta década que en la década anterior.

Los cinco principales conductores y los enfoques plausibles para desarmar a los destructores del valor se resumen en la Tabla 1. El pasado no es preludio para el futuro, pero buscaremos aprender de los destructores más grandes del valor de la última década. Si bien no los hemos ubicado en nuestra lista para la última década, anticipamos que los ataques cibernéticos surgirán como potenciales destructores del valor en los próximos años dado que crece nuestra dependencia de la infraestructura de comunicaciones que trabaja en red.

**Tabla 1. Resumen de los hallazgos clave**

<p><b>Riesgos de impacto alto, frecuencia baja</b></p>	<p><b>Desafío:</b> Los eventos inesperados tipo cisne negro a menudo toman a las compañías por sorpresa, conduciendo a pérdidas que destruyen el valor.</p> <p><b>Considere</b> realizar planeación por escenarios y pruebas de esfuerzo, de carácter amplio, para visualizar y planear por las consecuencias de un rango amplio de riesgos y eventos raros.</p>
<p><b>Riesgos correlacionados o interdependientes</b></p>	<p><b>Desafío:</b> Casi el 90 por ciento de las compañías que sufrieron las mayores pérdidas en el valor estuvo expuesto a más de un tipo de riesgo. En la mayoría de los casos, un evento expuso una debilidad principal que se convirtió en cascada a través de la organización.</p> <p><b>Considere</b> no mirar los riesgos por aislado, y construya escenarios para valorar qué podría ir mal en la confrontación del evento y los eventos subsiguientes a través de la empresa y el ecosistema. Identifique y evalúe amortiguadores que ayuden a amortiguar contra la cascada de riesgos.</p>
<p><b>Riesgos de liquidez</b></p>	<p><b>Desafío:</b> La crisis financiera global hizo más sobresaliente al riesgo de liquidez e incrementó el costo del capital para quienes tienen apalancamiento alto y calificaciones bajas.</p> <p><b>Considere</b> la liquidez actual y las reservas de efectivo, y realice pruebas de esfuerzo a la capacidad para navegar en una crisis futura del crédito. Trabaje para asegurar suficientes líneas de crédito provenientes de fuentes de capital tradicionales y alternativas.</p>
<p><b>Riesgos de M&amp;A</b></p>	<p><b>Desafío:</b> Las M&amp;A algunas veces pueden fallar en entregar el valor anticipado.</p> <p><b>Considere</b> la viabilidad de la oferta de M&amp;A para entregar los retornos anticipados según escenarios económicos diferentes y estresados.</p>
<p><b>Riesgos de cultura y compensación</b></p>	<p><b>Desafío:</b> Los programas de incentivos que recompensen el desempeño de corto plazo pueden crear modelos insostenibles de utilidades y riesgos a nivel de toda la compañía.</p> <p><b>Considere</b> cómo la compensación y la cultura pueden impactar el riesgo que asume la compañía. ¿Fomentan el asumir el riesgo dentro y fuera de las fronteras del apetito que por el riesgo tiene la compañía?</p>

# Los destructores de valor

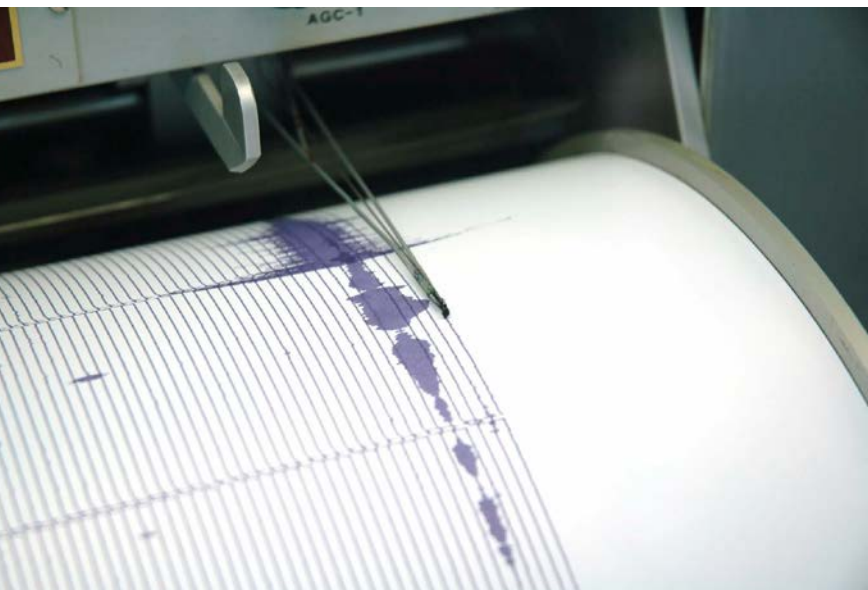
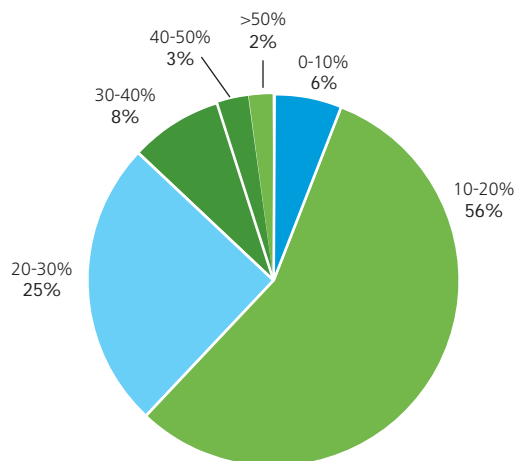
En esta investigación, nosotros definimos las pérdidas que destruyen el valor como las pérdidas del valor de la compañía que son 20 por ciento mayores o más en relación con los cambios en el índice MSCI All Country World dentro del mismo período de un mes. De manera que son pérdidas importantes. Si el índice MSCI cae 10 por ciento en un mes, la correspondiente pérdida que destruye el valor sería del 30 por ciento o más dentro de un mes. Nos centramos en las pérdidas de esta magnitud en relación con el índice del mercado, dado que esperamos que tales pérdidas incrementen el escrutinio de las selecciones que realice la administración y orienten presión incrementada puesta en la administración por accionistas, juntas, y otros *stakeholders* para entregar desempeño mejorado en relación con un índice amplio del mercado. Nosotros centramos nuestra investigación de los destructores del valor en las compañías que sobrevivieron durante el período, de manera que en este estudio hay un sesgo del sobreviviente. Como resultado, nos permite hacer inferencias sobre las frecuencias, magnitud, y tipos de riesgos encontrados por las compañías más grandes que sobreviven.

## La frecuencia y la magnitud de los destructores del valor

A través del período de 10 años de nuestro estudio, observamos que el 38 por ciento de las 1.000 compañías públicas más grandes que todavía existían al final del año 2012 habían sufrido pérdidas de destrucción del valor. Una compañía perdió el 81 por ciento de su valor total. Solo el 6 por ciento de las compañías analizadas tuvo una pérdida de valor en relación con el índice MSCI de menos del 10 por ciento durante la década. Si bien muchas de las pérdidas que destruyen el valor estuvieron concentradas en las industrias financiera, de seguros, construcción, y materias primas, encontramos que las pérdidas que destruyen el valor eran prevalentes a través de un rango amplio de industrias.

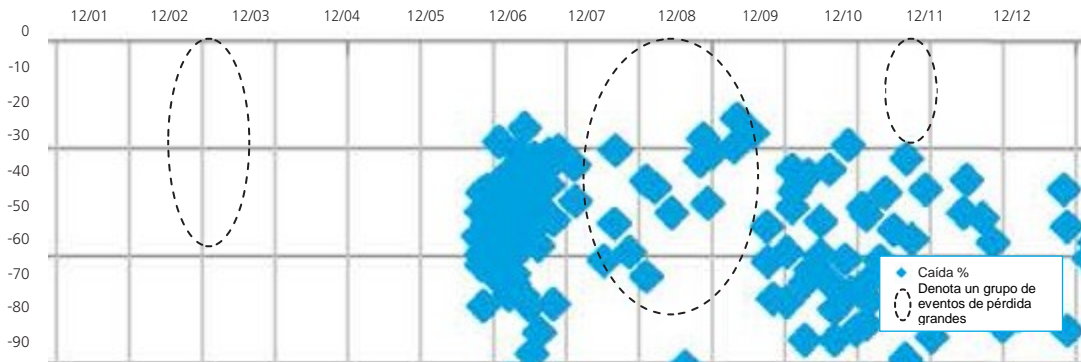
En contraste, en nuestro primer estudio sobre los destructores del valor, encontramos que el 48 por ciento de las compañías habían enfrentado un riesgo de destrucción del valor. En sentido literal, esto puede sugerir que más de 10 compañías de nuestra muestra evitaron riesgos de destrucción del valor durante la última década. Podemos generar la hipótesis de que esto se debe al uso mejorado y ampliado de la administración del riesgo, pero no tenemos certeza de ello. En la última década la crisis financiera global podría haber generado tales caídas sin precedentes en el mercado accionario y en el índice accionario durante un período de tiempo extendido, lo cual oscureció o distorsionó lo que en otras circunstancias sería reconocido como una pérdida por destrucción del valor.

**Muestra 1.** División de las 1.000 compañías públicas más grandes en grupos definidos por su disminución más grande en un mes en el valor en relación con el cambio en el valor del índice MSCI All Country World





**Muestra 2. La distribución de los eventos de pérdida en las 1.000 compañías públicas más grandes durante la década actual**

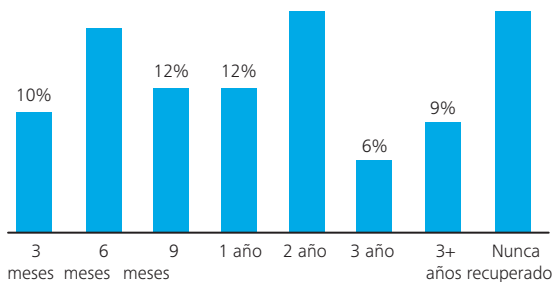


### Duración de la pérdida

Además de la profundidad de la pérdida en el valor de la compañía, también examinamos la duración de la pérdida. ¿Qué tanto tiempo les tomaría a las compañías recuperarse del daño?

El veintiséis por ciento de las compañías vio a su patrimonio recuperarse en seis meses o menos. A otro 24 por ciento le llevó todo un año antes de ver que sus acciones regresaban a sus niveles originales. Más allá de un año, sin embargo, la imagen es menos alentadora. Un tercio de las compañías se recuperó lentamente durante un tiempo de tres o más años, pero el 18 por ciento falló en recuperar los valores anteriores durante la duración de nuestro estudio. Este patrón de recuperación es notablemente consistente con la duración de las pérdidas a partir de nuestro primer estudio sobre los destructores del valor. Sugiere que para cerca de la mitad de las compañías, la administración es capaz de actuar dentro del primer año para remediar la pérdida de la destrucción del valor. Si no, la duración de la pérdida a recuperar puede alargarse de manera considerable.

**Muestra 3. Tiempo requerido para recuperar el precio de la acción<sup>4</sup>**



### Conductores de la pérdida

¿Cuáles pueden ser las causas de los destructores del valor que conducen a tanta pérdida del valor corporativo en un período muy corto?

Para identificar los conductores de la pérdida principal, nos centramos en las 100 compañías con las declinaciones más empinadas en el valor. Mediante utilizar revelaciones públicas, reportes de analistas, y artículos de noticias, capturamos un conjunto amplio de datos secundarios. Esas 100 compañías vieron, en promedio, que el 42 por ciento de su valor se aniquiló en un mes. En el mejor de los casos, el 33 por ciento del valor desapareció; en el peor, el 81 por ciento.<sup>3</sup> A finales del 2012 el 18 por ciento de las compañías no había recuperado su pérdida de valor.<sup>4</sup>

Al igual que con el estudio de los destructores del valor en el año 2005, agrupamos los 142 eventos de pérdida (que comprenden 100 compañías únicas, así como unas pocas compañías que tenían más de un evento de pérdida) en cuatro categorías amplias de riesgo (vea la Muestra 4). La Muestra 5 ilustra el riesgo originador a través de los 142 eventos de pérdida para las cuatro categorías amplias que usamos para la clasificación del riesgo en nuestro estudio anterior.



**Muestra 4. Cuatro categorías amplias de riesgo**

**Riesgos estratégicos**

- Reducciones de la demanda
- Pérdidas de/problemas con clientes
- Problemas de M&A
- Presiones para fijación de precios
- Competencia de producto/servicios
- Problemas de producto
- Regulación
- I&D
- Administración del cambio
- Gobierno corporativo
- Falta de comunicación / falsa orientación

**Riesgos financieros**

- Pobres estrategias financieras
- Pérdidas de activos
- Plusvalía y amortización
- Crisis de liquidez
- Deuda alta y tasas de interés altas

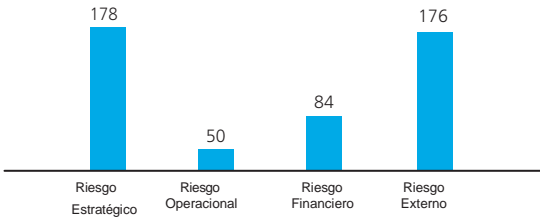
**Riesgos operacionales**

- Reducción de ganancias
- Sobre costos
- Pobres controles de operación
- Problemas de contabilidad
- Problemas de capacidad
- Problemas de la cadena de suministro
- Problemas con y fraude de empleados
- No cumplimiento
- Altos costos de entrada
- Seguridad de TI
- Pérdidas de proveedor

**Riesgos externos**

- Declinación en los precios de las materias primas básicas
- Impactos de la calificación
- Crisis de la industria
- Riesgos legales
- Problemas económicos del país
- Pérdidas del clima
- Pérdidas de socio
- Problemas políticos
- Terrorismo
- Problemas económicos en el extranjero

**Muestra 5. Frecuencia de los eventos de riesgo a través de 100 compañías públicas con caídas grandes en el valor<sup>5</sup>**

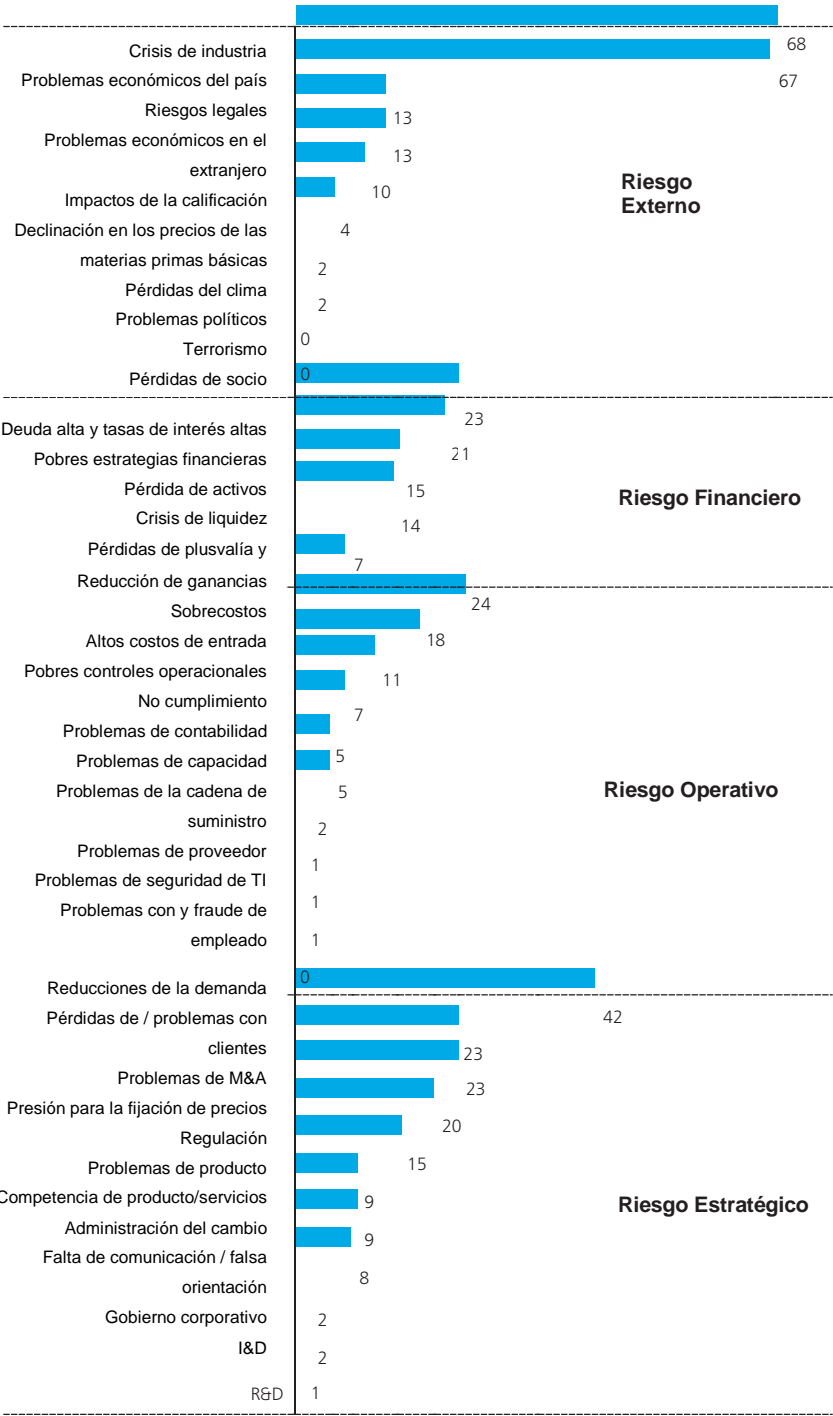


Cuando analizamos las pérdidas más grandes, la historia de pérdida raramente fue simple. Casi el 90 por ciento de las compañías fue lesionado por varios riesgos que trabajaban en concierto incluso si fueron originados por un evento específico. Muy a menudo, un riesgo de frecuencia baja actuó en conjunto con otro riesgo que la compañía no anticipó, con los eventos de creación de pérdida difundiéndose desde una parte de la compañía a otra. Por lo tanto, cuando analizamos las historias de las 142 más grandes pérdidas de valor, encontramos que un conjunto más complejo de riesgos se manifestó en muchas de esas pérdidas.

A continuación discutimos cinco tipos de problemas de riesgo que fueron particularmente sobresalientes durante el período de estudio, junto con algunos ejemplos ilustrativos. Tales tipos de problemas son:

- Riesgos de impacto alto, frecuencia baja
- Riesgos correlacionados o interdependientes
- Riesgos de liquidez
- Riesgos de fusiones y adquisiciones
- Riesgos de cultura y compensación

**Muestra 6. Frecuencia de los conductores a través de 100 compañías con las caídas más grandes de valor**



# Riesgos de Impacto alto, frecuencia baja

En nuestro reporte del año 2005, observamos que los eventos de pérdida globales más grandes ocurrieron junto con eventos mayores raros. Éstos incluyeron la crisis financiera de Asia, la burbuja de tecnología, 9/11 y la recesión económica, y una serie de fraudes de contabilidad. Lo mismo fue verdadero entre 2004 y 2012, excepto que la mayoría de eventos ocurrió en proximidad unos con otros. En este período de estudio, el evento dominante podría ser clasificado de manera amplia como la crisis financiera global. Un número grande de eventos de destrucción de valor a través de 100 compañías con las pérdidas más grandes ocurrió en 2008 y 2009. Además, 30 de las 100 compañías eran firmas de servicios financieros, con 26 de las compañías encontrando una pérdida de destrucción del valor en el año 2008 o siguientes.

## Estudios de caso

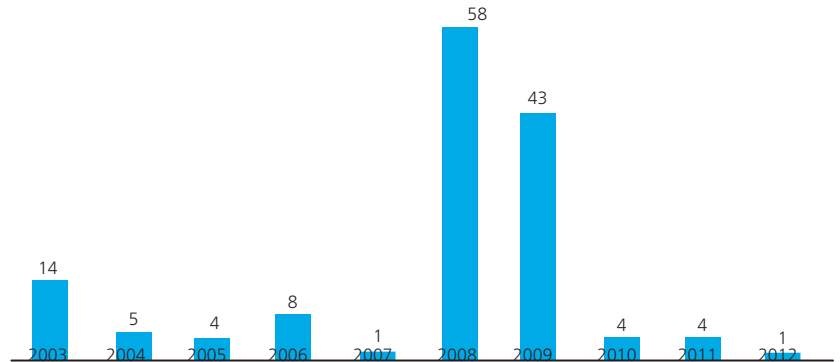
### Los múltiples destructores del valor

Durante la recesión financiera, algunas compañías experimentaron múltiples eventos de destrucción del valor. Además, nueve de las 26 firmas de servicios financieros experimentaron más de uno de tales eventos. De hecho, esas nueve compañías en conjunto representaron 24 de los 142 eventos de destrucción del valor experimentados por las 100 compañías con las mayores caídas de valor durante la década. Esto sugiere que para los inversionistas fue difícil valorar esas compañías en relación con el mercado general durante el curso de la crisis, conduciendo a múltiples revaloraciones importantes del destructor del valor en la medida en que se descubría información durante la recesión.

### En el agujero

Varias compañías de minería, minerales y extracción y procesamiento de petróleo y gas experimentaron caídas del valor durante la crisis financiera global. Diecisiete de las 100 compañías que enfrentaron las caídas más grandes estaban en esas industrias y 14 de esas compañías enfrentaron destructores del valor en el último trimestre de 2008. Después de muchos años en los cuales los promedios de los precios de las materias primas básicas se incrementaron de manera importante – lo que algunos denominaron ciclo de “súper-auge” – los precios de las materias primas básicas clave comenzaron a caer rápidamente en el 2008 por las preocupaciones de la caída global de la demanda y la recesión. En el cuarto trimestre de 2008, esto condujo a pérdida importante en el valor de mercado para varias compañías de minería, minerales, y otras de extracción.

**Muestra 7. Distribución de los eventos de pérdida a través de 100 compañías con las más grandes caídas del valor**



### Riesgos correlacionados o interdependientes

En el año 2005 escribimos, “Si bien muchas firmas han invertido en administración del riesgo de la empresa, pocas administran de la manera adecuada las interdependencias del riesgo. La mayoría de las firmas administra el riesgo como ‘islas,’ a menudo engegueciéndolas ante las relaciones entre los riesgos. En el momento, observamos la encuesta 2003 de la Global Association of Risk Professionals realizada a ejecutivos de servicios financieros, en la cual más de la mitad dijo que su firma usó sistemas dispares para el riesgo operacional y para el riesgo de crédito, mientras que solo el 10 por ciento dijo que tenían tecnología integrada que cubre ambos conjuntos de riesgos.”<sup>6</sup>

En este estudio, el 90 por ciento de las compañías observadas fue afectado por más de un factor de riesgo. Un riesgo aislado puede ser administrable, pero las pérdidas más grandes fueron el resultado del contagio, cuando la debilidad en una parte de la compañía casi siempre originó problemas en otro lugar en la compañía. Algunas veces la debilidad puede provenir de una fuente externa, tal como un cliente, un proveedor, o la economía. Otras veces, la fuente de la debilidad fue interna. Un elemento común fue el punto de vista segregado del riesgo, o uno que no sopesó de manera suficiente el posible efecto a través de las unidades de negocio, lo cual a menudo condujo a una cascada de pérdidas.

### **Atrapados entre la espada y la pared**

Una compañía grande en la industria de computadores enfrentó una declinación en la demanda y en los precios de sus productos y no podía satisfacer los pronósticos del anterior plan de negocios para el cuarto trimestre del año 2008. La compañía redujo sus expectativas relacionadas con los ingresos ordinarios, e inició una reestructuración de sus operaciones y reducciones en su planta de personal para centrarse en fortalecer el balance general. Además de esto, la compañía también anunció que registraría cargos materiales por deterioro a causa del “entorno macroeconómico actual de los negocios.” Esos factores, a su vez, motivaron que una agencia calificadora redujera la calificación de la compañía, citando los anteriores factores. Todo esto condujo a una caída en el valor de las acciones de más del 40 por ciento en 20 días.

### **A merced de las políticas**

Las compañías de viajes y hospitalidad también fueron afectadas de manera adversa por la crisis financiera. Una compañía matriz de inversiones asiática que es propietaria de y opera hoteles y casinos en Macau vio declinaciones importantes en el precio de la acción durante el último trimestre de 2008. Si bien la incertidumbre económica causada por la crisis financiera jugó un rol clave, esto fue amplificado por las restricciones del gobierno de la China a las visas y a la política monetaria para los ciudadanos de la China. Esto redujo el número de turistas que visitan Macau y su capacidad para gastar, conduciendo a una caída del 52 por ciento en el precio de la acción.

Tal y como se ilustra arriba, las pérdidas que destruyen el valor a menudo resultan de la interacción de una serie de factores impredecibles y raramente son el resultado de uno solo. En otras palabras, cuando ocurren cosas malas, pueden ocurrir como un paquete inesperado de eventos correlacionados o no-correlacionados que se unen para generar una pérdida que destruye el valor.



# Riesgos de Liquidez

La recesión destacó la importancia crítica de la liquidez. Por un lado estuvieron las compañías que estaban bien capitalizadas y fueron capaces de financiar sus pérdidas operacionales durante la crisis. En el otro estuvieron las compañías que estaban altamente apalancadas – tenían deuda próxima a vencerse y algunas veces no fueron capaces de obtener capital durante la recesión. Esto condujo a “A Tale of Two Capital Markets”<sup>7</sup> [Una historia de dos mercados de capital] en la que el costo del capital estuvo altamente diferenciado a través de compañías de tamaño similar en una industria, creando una ventaja competitiva para las compañías líquidas con bajo apalancamiento y flujos de efectivo adecuados para satisfacer las necesidades de la operación.

## Estudios de caso

### Cimentando el futuro

Otro grupo de compañías que durante la crisis económica global enfrentó pérdidas que destruyen el valor pertenece a las industrias de inmuebles, construcción y materiales de construcción. Antes de la recesión, una compañía cementera global grande se había apalancado para hacer una adquisición clave para ampliar su huella en Estados Unidos y en Europa. Al final del año 2008 y comienzos del 2009, la compañía enfrentó dos pérdidas que destruyen el valor correspondientes a una caída de cerca del 40 por ciento en el valor de las acciones de la compañía cuando la demanda por sus productos de cemento cayó de manera dramática en los mercados clave y los inversionistas se preocuparon por la liquidez de la compañía. Las principales agencias calificadoras redujeron la calificación del crédito de la compañía, la cual tenía grandes pagos de deuda a partir de su adquisición con vencimientos en los años 2009 y 2010. Los ingresos operacionales del primer trimestre de 2009 fueron reducidos significativamente a menos de un décimo de los ingresos del mismo período en el año anterior; la compañía también reportó una pérdida importante en el primer trimestre de 2009. En respuesta, la administración dio una serie de pasos para apuntalar la liquidez, renegociando de manera exitosa los préstamos y extendiendo los términos de los reembolsos con los bancos, así como también emitiendo acciones y nuevos bonos. Combinado con un programa de reducción de costos, la compañía fue capaz de volver a tener rentabilidad a final del año 2009, reduciendo más del 80 por ciento de sus préstamos bancarios.

### Inyecciones de liquidez

Durante la crisis financiera global, muchas compañías enfrentaron riesgos tanto de liquidez del mercado como de liquidez de la financiación. Como los inversionistas perdieron confianza en varias obligaciones de deuda colateralizadas, especialmente los valores respaldados con hipotecas, la liquidez del mercado en esos activos se redujo de manera importante. Varias instituciones financieras y otras compañías también enfrentaron riesgos de financiación-liquidez como en el ejemplo anterior. Como las firmas financieras redujeron los préstamos para apuntalar las posiciones de capital, los mercados de capital de todo el mundo comenzaron a congelarse. En muchos países, esto fue seguido por intervención gubernamental para ayudar a recapitalizar las instituciones financieras y asegurar que la financiación de los préstamos de liquidez permaneciera ampliamente disponible para las compañías. Según el U.S. Troubled Asset Relief Program (TARP), el U.S. Treasury Department compró activos clave y proporcionó financiación a bancos clave a cambio de acciones preferenciales y garantías. Diez de las 31 firmas de servicios financieros que estaban entre las 100 compañías con las más grandes pérdidas de valor recibieron financiación de los gobiernos de sus respectivos países para ayudarles a administrar sus riesgos de liquidez de la financiación.





# Fusiones y Adquisiciones (M&A)

## – riesgos relacionados

Las fusiones y adquisiciones exitosas típicamente benefician tanto al adquirente como al adquirido mediante desbloquear el valor proveniente de las sinergias de las entidades fusionadas, confirmando la teoría de que el todo es mayor que la suma de sus partes. La potencial realización de este valor requiere diligencia debida y valuación cuidadosas antes de la fusión y una estrategia efectiva de integración posterior a la fusión.

Luego de las crisis de la industria, los problemas económicos del país, y las reducciones en la demanda del cliente, los problemas de M&A fueron el siguiente conductor principal de las pérdidas más grandes que destruyen el valor. Comparado con la anterior década, hubo un 64 por ciento de incremento en el número de pérdidas que destruyen el valor conducidas por M&A. ¿Qué transmite esto? Al igual que la compañía de cemento que se discutió en la última sección, la actividad de M&A puede ser un factor en la creación de exposición ante otros riesgos, tales como los riesgos de liquidez en circunstancias económicas cambiantes.



### Caso de Estudio

#### El cazador es cazado

En el año 2007, una compañía global de partes para automóviles adquirió la división de partes de otra compañía para ampliar sus ofertas de producto y mercado, así como también para capturar sinergias y talento. Para hacer la compra, el adquirente asumió deuda considerable. Durante el último año, dado que la compañía adquirida estaba siendo integrada, el precio de la acción del adquirente declinó hasta casi la mitad de su valor original. Esto motivó a que una tercera compañía lanzara una oferta pública de adquisición hostil y tomó el control de la compañía en el año 2008. La caída de corto plazo en el desempeño, parcialmente debido a la crisis financiera global, hizo difícil que el cazador no se convirtiera en cazado.

# Riesgo de cultura, compensación y fraude

En nuestro estudio anterior para el período 1994 a 2003, hubo una serie de casos de pérdidas que destruyen el valor en compañías principales debido a escándalos de contabilidad y fraude. Esos escándalos fueron ampliamente reportados. En el período de nuestro reciente estudio, los casos reportados de tales pérdidas a partir de flagrantes fraudes de contabilidad disminuyeron sustancialmente en nuestra muestra de 100 compañías con las caídas más grandes en el valor. La secuela de los escándalos anteriores y el centro de atención mejorado puesto en los controles internos para cumplir con Sarbanes-Oxley y regulaciones similares en todo el mundo han reducido los casos de pérdidas que destruyen el valor provenientes de fraude de contabilidad.

Si bien los grandes fraudes de contabilidad como destructores del valor disminuyeron, durante la recesión ocurrió una pérdida importante del valor de mercado. En retrospectiva, parece que muchas firmas de servicios financieros han asumido riesgos excesivos y han tomado pobres decisiones acerca de los riesgos en los valores que originaron, compraron y vendieron. ¿Los modelos de compensación y la cultura corporativa contribuyeron a este asumir de riesgos? Hay diferentes puntos de vista respecto de las causas de la crisis financiera, pero los modelos de compensación y la cultura en la industria son percibidos por algunos investigadores como un factor que contribuyó.<sup>8</sup> Tal y como se observó en nuestro último estudio, sostener un tono desde lo alto ético de la organización y promover una cultura ética y consciente del riesgo pueden actuar como disuasivos de algunos de esos riesgos. Alinear los modelos de compensación y de control para evitar riesgos excesivos también puede ser útil. Sin embargo, tal y como los investigadores referenciados arriba lo señalan, la adopción a nivel de la industria de modelos similares de compensación es requerida para asegurar que las firmas puedan administrar los incentivos de compensación sin perder talento con los competidores con modelos de compensación más permisivos..



# Conclusión

El conductor dominante de las principales caídas del valor en este estudio de nuestro estudio del año 2005 de los destructores del valor fue la crisis financiera global. Tal y como se ilustró en este reporte, la consecuencia de la crisis originó variadas pérdidas que destruyen el valor – desde demanda disminuida del cliente a través de un rango amplio de industrias hasta riesgo incrementado de financiación de la liquidez y hasta la incapacidad de realizar beneficios a partir de la actividad de M&A de una manera oportuna. La crisis y las intervenciones masivas del gobierno en los mercados financieros pueden haber oscurecido la prevalencia de otros destructores del valor. Aún así, a pesar del impacto abrumador de la crisis financiera como un conductor importante de los riesgos que subyacen a las pérdidas de valor, muchos hallazgos permanecen similares a través de ambas décadas.

Primero, los eventos de probabilidad baja, alto impacto, y frecuencia baja orientan muchas de las pérdidas que destruyen el valor. Esto sugiere la necesidad de que los CFO, los funcionarios del riesgo, y las juntas consideren los eventos de frecuencia baja o que podrían crear “riesgos de cola.”

Segundo, la interdependencia entre los eventos de riesgo importa. Los destructores del valor a menudo llegan como consecuencia de un paquete impredecible, confuso, de eventos correlacionados o no-correlacionados. La crisis financiera destacó la importancia de los riesgos sistémicos y la interdependencia entre las instituciones. El mundo del presente está más interconectado globalmente mediante la tecnología, el transporte, y el comercio más que nunca antes. Se ha incrementado la interdependencia y la vulnerabilidad ante los eventos y sistemas a nivel mundial. Una inundación en Tailandia o el desastre de una planta nuclear en Japón pueden llevar al caos las cadenas de suministro de los fabricantes. Todo esto muestra nuestra incrementada dependencia de las redes globales de recursos para los insumos críticos. La administración del riesgo debe ir más allá de la planeación de

recursos de la empresa para evaluar de manera más crítica la red de recursos de la empresa extendida y su capacidad de recuperación frente a los eventos de riesgo. Si bien es difícil predecir el futuro, la construcción de escenarios a partir de los riesgos identificados en este y en nuestro estudio anterior puede ayudarles a las compañías a enmarcar los eventos críticos de riesgo y establecer un diálogo sobre cómo los eventos de riesgo pueden convertirse en destructores del valor. Si bien en el estudio actual no vimos como eventos importantes a los destructores cibernéticos del valor, el gusano informático Stuxnet ha demostrado cómo un ataque cibernético puede impactar un programa nuclear. Como prolifera nuestro uso colectivo de las redes y de los sistemas electrónicos, podemos anticipar que ataques cibernéticos, errores de software, o fallas de la red conduzcan a importantes pérdidas futuras de valor para algunas compañías.

Tercero, los riesgos de liquidez y relacionados con M&A fueron los más sobresalientes en esta década. De nuevo, la escala y el alcance de la crisis financiera impactaron la liquidez del mercado y de la financiación y puede haber afectado de manera adversa los supuestos financieros subyacentes a diversos negocios de fusión. Un desarrollo alentador durante la última década fue la baja frecuencia de los riesgos de fraude que conducen a los más grandes destructores de valor.

Si bien los riesgos no pueden ser eliminados, las compañías pueden prepararse de mejor manera para ellos. Pueden construirse escenarios y modelos para explorar cómo les irá a las compañías cuando enfrenten un evento que destruye el valor (vea la Muestra 6), especialmente los eventos de impacto alto, frecuencia baja. Las compañías pueden probar su capacidad para responder a los diferentes escenarios cuando de manera concurrente ocurra un paquete de eventos – correlacionados o no-correlacionados. Si bien el pasado no es prelude para el futuro, la empresa inteligente frente al riesgo puede construir a partir del conocimiento de anteriores riesgos que destruyen el valor, a fin de ayudar a identificar, modelar, y practicar maneras para administrar y responder ante los riesgos, existentes y futuros, que destruyen el valor.



# Apéndices

## Apéndice 1: Metodología del estudio

### Selección de las compañías

- Descargado diariamente el precio de cierre de las acciones (“precio de la acción”) y las acciones en circulación por cada compañía listada en la New York Stock Exchange (“NYSE”), NASDAQ, y NYSE AMEX (colectivamente, “índices principales”) el 12/31/2012
- Calculada la capitalización del mercado mediante publicar el precio de cierre de la acción por las acciones en circulación
- Reducida la lista a las 1.000 compañías más grandes por capitalización del mercado (“1.000 compañías más grandes”)

### Análisis del precio de la acción

- Descargado el precio de la acción y el factor acumulado para ajustar los precios durante el rango de datos (“factor acumulativo”)<sup>9</sup> entre 1/1/2003 y 12/31/2012 (“el período de observación”) para cada una de las 1.000 compañías más grandes.
- Ajustado por las distribuciones y divisiones de acciones mediante dividir el precio de la acción por el factor acumulativo (“precio ajustado”)
- Obtenido el nivel diario del índice (“nivel diario”) del MSCI All Country World Index (“MSCI”)
- Calculado el promedio del movimiento durante 20 días del precio ajustado y del nivel diario durante el período de observación para la acción de cada compañía
- Normalizado aritméticamente el promedio del movimiento durante 20 días del nivel diario (“nivel normalizado”) para la acción de cada compañía
- Calculado el cambio del día 21 en el precio normalizado (“retorno normalizado”<sup>10</sup> para la acción de cada compañía

### Análisis de los destructores del valor

- Identificado el retorno normalizado más negativo y la fecha correspondiente (conjuntamente “evento de pérdida”) para cada una de las 1.000 compañías más grandes
- Contado el número de días que le llevó a cada compañía regresar a su precio normalizado 20 días antes de su evento de pérdida
- Sorteado los eventos de pérdida de las 1.000 compañías más grandes para determinar los nombres de las 100 compañías con eventos de pérdida más grandes (Esto incluyó 142 eventos dado que algunas compañías tenían múltiples eventos de pérdida)
- Analizadas todas las noticias y todos los boletines de prensa escritos en inglés generados por Factiva entre uno y tres meses precedentes a cada evento de pérdida
- Seguimiento mediante leer reportes de analistas de patrimonio cuando la causa raíz de un evento de pérdida no podría discernirse de las noticias y de los boletines de prensa
- Resumidos cada uno de los 142 eventos de pérdida mediante la aplicación de la estructura de la clasificación del riesgo de nuestro estudio anterior y redacción de descripciones cortas; debido a lo inadecuado de la información públicamente disponible, excluimos 11 compañías del análisis de la clasificación cualitativa del evento de pérdida

## Apéndice 2: Pérdida máxima en un mes en el precio normalizado de la acción

Range	Count	Frequency
0-10%	64	6%
10-20%	561	56%
20-30%	245	25%
30-40%	81	8%
40-50%	27	3%
>50%	19	2%
<b>Grand total</b>	<b>997</b>	<b>100%</b>

**Nota:** En la distribución que aparece arriba el número total de compañías es 997. Tres compañías fueron omitidas dados los precios insuficientes disponibles para el precio de las acciones (carecían de movimiento promedio).

### Apéndice 3: Tiempo requerido para la recuperación del precio de la acción

Rango	Conteo	Frecuencia
3 meses	93	10%
6 meses	158	16%
9 meses	115	12%
1 año	111	12%
2 años	172	18%
3 años	54	6%
3+ años	87	9%
Nunca recuperado	168	18%
<b>Grand total</b>	<b>958</b>	<b>100%</b>

Nota: El número total de compañías en la distribución es 958.

### Apéndice 4: Estadísticas de la magnitud de la pérdida

Estadísticas de la magnitud de la pérdida	
Media	-67.20%
Mediana	-66.30%
Desviación estándar	5.00%
Error estándar	0.5. %
Varianza de la muestra	25.30%
Curtosis*	-0.90%
Oblicuidad**	-70.80%
Mínimo	-59.80%
Máximo	-59.80%
Pérdida del primer cuartil (25%)	13.79%
Pérdida del tercer cuartil (75%)	23.68%
Rango	23.00%
Conteo	100%
Nivel de confianza (95%)	1.40%

### Apéndice 5: Estadísticas de la duración de la pérdida

Estadísticas de la duración de la pérdida	
Media	297.9063
Mediana	193.5
Modo	1
Desviación estándar	315.3466
Error estándar	11.21953
Varianza de la muestra	99443.5
Curtosis*	10.28398
Oblicuidad**	2.452103
Duración del primer cuartil (25%)	95
Duración del tercer cuartil (75%)	362
Mínimo	1
Máximo	3098
Rango	3097
Conteo	790
Intervalo de confianza (95%)	40.84309

Nota: Este cálculo se basa en las 790 compañías que se recuperaron.

## Contactos

Dr. Ajit Kambil  
Global Research Director, CFO Program  
Deloitte LLP  
[akambil@deloitte.com](mailto:akambil@deloitte.com)

Edward T. Hida II, CFA  
Partner  
Global Leader – Risk and Capital Management  
Global Financial Services Industry  
Deloitte & Touche LLP  
[ehida@deloitte.com](mailto:ehida@deloitte.com)

## Colaboradores

Deseamos agradecer a las siguientes personas por sus colaboraciones a este estudio:

- Dr. Ajit Kambil, Global Research Director, CFO Program, Deloitte LLP
- Edward T. Hida II CFA, Partner, Global Leader – Risk and Capital Management, Global Financial Services Industry, Deloitte & Touche LLP
- Vasant Dhar, Professor of Information Systems, NYU Stern School of Business
- Charles Pensig, Research Associate, NYU Stern School of Business
- Asish Jindal, Senior Manager, Deloitte & Touche LLP
- Jaydip Mukhopadhyay, Manager, Deloitte & Touche LLP
- Harpreet Khasseria, Manager, Deloitte & Touche LLP
- Souradip Adak, Senior Consultant, Deloitte Touche LLP
- Dharshanya Radhamohan, Consultant, Deloitte & Touche LLP

## Acerca del Programa CFO de Deloitte

El Programa CFO reúne un equipo multidisciplinario de líderes y especialistas temáticos de Deloitte para ayudarles a los CFO a estar al día ante el crecimiento de los desafíos y las demandas. El Programa aprovecha las capacidades amplias de nuestra organización para entregar pensamiento de avanzada y luces frescas para cada etapa de la carrera del CFO – ayudarles a los CFO a administrar las complejidades de sus roles, hacerle frente a los desafíos más convincentes, y adaptarse a los cambios estratégicos en el mercado.

Para más información acerca del Programa CFO de Deloitte, visite nuestro sitio web en:  
[www.deloitte.com/us/thecfoprogram](http://www.deloitte.com/us/thecfoprogram).

## NOTAS FINALES

- 1 "Disarming the Value killers: A Risk Management Study," Deloitte Research, 2005.  
<http://www.deloitte.com/assets/>
- 2 Appendix 1: Study methodology
- 3 Appendix 4: Loss magnitude statistics
- 4 Appendix 5: Loss duration statistics
- 5 Las asignaciones no suman 142 debido a que los eventos de pérdida pueden ser descritos por más de una categoría.
- 6 "Operational Risk Survey – 2003," Global Association of Risk Professionals, 2003.
- 7 "A Tale of Two Capital Markets," Deloitte, 2011 [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/CFO\\_Center\\_FT/us\\_cfo\\_ATaleofTwoCapitalMarkets\\_030711.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/CFO_Center_FT/us_cfo_ATaleofTwoCapitalMarkets_030711.pdf)
- 8 Vea: Chapter 8: Rethinking Compensation in Financial Firms by Gina Luca Clementi, Thomas F. Cooley, Matthew Richardson and Ingo Walter in Restoring Financial Stability: How to Restore a Failed System edited by Vichal Acharya and Matthew Richardson (Wiley 2009).
- 9 Definido por el Center for Research in Security Prices (CRSP) como el factor acumulado desde la fecha base usada para ajustar los precios después de las distribuciones de manera que se puedan hacer comparaciones equivalentes entre los precios antes y después de la distribución.  
<http://www.crsp.com/products/documentation/data-definitions-c#cumulative-factor-to-adjust-prices-over-a-date-range>
- 10 Brecha del día 21 usada para evitar la superposición en los promedios del movimiento durante 20 días.

### Limitación de responsabilidad

Esta publicación contiene exclusivamente información de carácter general, y Deloitte Touche Tohmatsu Limited, Deloitte Global Services Limited, Deloitte Global Services Holdings Limited, la Verein Deloitte Touche Tohmatsu, así como sus firmas miembro y las empresas asociadas de las firmas mencionadas (conjuntamente, la "Red Deloitte"), no pretenden, por medio de esta publicación, prestar servicios o asesoramiento en materia contable, de negocios, financiera, de inversiones, legal, fiscal u otro tipo de servicio o asesoramiento profesional. Esta publicación no podrá sustituir a dicho asesoramiento o servicios profesionales, ni será utilizada como base para tomar decisiones o adoptar medidas que puedan afectar a su situación financiera o a su negocio. Antes de tomar cualquier decisión o adoptar cualquier medida que pueda afectar a su situación financiera o a su negocio, debe consultar con un asesor profesional cualificado. Ninguna entidad de la Red Deloitte se hace responsable de las pérdidas sufridas por cualquier persona que actúe basándose en esta publicación.

© 2015 Deloitte Touche Tohmatsu.

Todos los derechos reservados.