

Creación de valor en la industria del petróleo y del gas

Por *Lic. Leandro Del Regno*

Entre los objetivos de todas las empresas debería figurar el concepto de crear valor, un factor que ayuda a vender los productos y servicios, a incrementar el valor del negocio y a asegurar la disponibilidad futura de capital. No existe un método uniformemente aceptado para medirlo, pero en lo que sí coinciden los expertos es en que es clave para entrar en nuevos mercados o ganar posiciones adicionales en el que ya se está.

La popularización del concepto de creación de valor viene asociado a la evolución del pensamiento estratégico. Es el corolario de un proceso en el cual se fueron identificando, a lo largo de casi un siglo, los elementos clave para hacer crecer un negocio; y desemboca en la conclusión de que el valor se crea a través de elementos intangibles, que muchas veces ni siquiera forman parte de los estados financieros o de los *balanced scorecards* (centros de mando integral) de las empresas.

Por lo tanto, para entender lo que significa “creación de valor”, primero hay que conocer qué es una estrategia empresarial, qué significa tener ventajas competitivas y, finalmente, a qué se llama activos intangibles (también conocidos como impulsores de valor).

Hoy, los expertos en administración de negocios tienen un consenso considerable sobre cuáles son los impulsores de valor más efectivos. También hay consenso en que el impacto individual de cada impulsor puede ser mayor o menor, según la industria que se analice.

Por ejemplo, un impulsor clave es la satisfacción al cliente. Seguramente, esta será más importante en la industria del *downstream* que en la del *upstream*, por la mayor cantidad de clientes con los que tiene que relacionarse; así y todo, nadie discute que es un elemento crítico. Es clave que estos impulsores generen asimetrías en relación con los competidores, o sea, convertirse en ventajas competitivas.

A continuación, trataremos de explicar las tres patas (estrategia - activo

intangibles - ventaja competitiva) que, si están bien alineadas, crearán el valor al accionista que le permita obtener un retorno de su inversión superior a su costo de capital. Nos concentraremos en la industria del petróleo y del gas, aunque los conceptos pueden aplicarse a otras industrias.

Adicionalmente, describiremos cómo se puede medir la creación de valor para el accionista, y también cómo se puede calcular el valor de una organización separando los flujos de fondos futuros que generan los activos intangibles por su nivel de "tangibilidad". Desde los más concretos hasta los más etéreos.

Evolución del pensamiento estratégico

El estudio y la aplicación del planeamiento estratégico en las empresas comienzan en la década de 1950 para integrar y combinar el conocimiento ya adquirido de la planificación de las áreas funcionales (finanzas, ventas y producción). La herramienta utilizada era el presupuesto anual del área.

Las áreas funcionales habían empezado a planificar sus acciones y a fijar sus objetivos en la década de 1920. Sin embargo, los objetivos propios de un área determinada estaban disociados respecto a las metas de otras áreas. Esto creaba conflictos internos debido a que, por ejemplo, el área de ventas podía fijarse una meta anual de unidades vendidas que el área de producción no tenía la capacidad operativa de entregar.

La planificación estratégica surge para darle un marco común a todas las áreas bajo el paraguas de la estrategia empresarial (que luego evolucionó a estrategia corporativa y estrategia competitiva). La estrategia hace explícita, a través de los diversos planes y proyectos que involucra, la misión, la visión y los objetivos organizacionales (los cuales debieron ser establecidos previamente al diseño de las estrategias) aplicando los recursos de la compañía para alcanzarlos.

El objetivo de la estrategia es obtener un desempeño superior a través de actividades que sean distintas a las que realizan los competidores. La estrategia brinda una guía para las decisiones y, a la vez, es influenciada

por las decisiones ya tomadas; por lo que se desprende como crucial tener un claro entendimiento de los objetivos de la empresa.

El propósito de la estrategia es alcanzar que la empresa tenga una posición distintiva respecto de sus competidores en los mercados en que participa, ya sea a través de los bienes o servicios que produce, la tecnología que utiliza, sus costos de producción o los mercados en los cuales está inserta.

Para tener una posición distintiva, la empresa debe generar asimetrías con sus competidores. Estas deben ser sostenibles en el tiempo para marcar las pautas acerca de su desempeño futuro. Las asimetrías mencionadas son las célebres ventajas competitivas.

La estrategia debe contener las bases de la competencia, las cuales refieren a cómo una organización producirá los bienes y servicios que ofrecerá, junto con las políticas de cómo actuará dentro de una estructura de mercado determinada, siempre en relación con sus competidores. Usualmente, las bases se dividen en tres grandes grupos:

1) Enfoque de diferenciación: diversos segmentos del mercado son abastecidos en forma masiva, diferenciándose en algún elemento competitivo. Un ejemplo sería una empresa de petróleo y de gas verticalmente integrada que se desempeña en la exploración, producción, transporte, refinación y comercialización

de hidrocarburos. A su vez, dentro de cada categoría puede abastecer varios segmentos de ese mercado: por ejemplo, puede explorar *offshore* y costa adentro, independientemente de la profundidad; o de si busca recursos convencionales (por ejemplo, petróleo liviano) o no convencionales (por ejemplo, gas en arenas compactas o *tight sand gas*). Su elemento de diferenciación puede ser la mejor disponibilidad y uso de la tecnología en todos los segmentos en que opera.

2) Enfoque basado en costos bajos: esto le permite distinguirse de los competidores ofreciendo precios menores, lo que seguramente será valorado por los clientes (en el mercado del *downstream*) y socios. Por ejemplo, en los emprendimientos de exploración y producción es común que las empresas se asocien para enfrentar juntos las cuantiosas inversiones necesarias para desarrollar un yacimiento; si el socio operador tiene costos de operación bajos, eso será apreciado por sus socios actuales y lo hará atractivo para potenciales nuevos socios en emprendimientos futuros. Otro ejemplo de enfoque basado en costos bajos es una empresa que tiene la capacidad para operar rentablemente yacimientos marginales (de poca producción).

3) Enfoque de nicho: aquí, la organización producirá bienes o servicios para un nicho del mercado, no para el mercado masivo. Esto le dará una



especialización que la diferenciará del resto. Un ejemplo puede ser una empresa que se especializa en un tipo de recurso, por ejemplo en la producción de hidrocarburos no convencionales en una cuenca específica.

A su vez, la estrategia se divide en:

A. Estrategia corporativa: se ocupa de analizar en qué mercados debe competir la empresa. Determina en qué negocios participar dentro de los mercados seleccionados, qué productos y servicios desarrollará; y cómo coordinar las distintas funciones y actividades. La estrategia corporativa emite las políticas corporativas que darán coherencia, unidad y consistencia interna a la organización. Esta unidad es una fuente de ventaja competitiva ya que, si es sólida, determinará la identidad de la organización y le dará fortaleza y poder de movilización para alcanzar los objetivos estratégicos trazados. Además, permitirá una sinergia entre unidades de negocio que pueden compartir lecciones aprendidas y sus mejores prácticas, lo cual posibilitará crear más valor que si trabajarán totalmente separadas.

B. Estrategia competitiva: se ocupa de cómo una empresa compite dentro de un mercado determinado, el cual fue previamente escogido al trazar la estrategia corporativa. Determina la mejor manera de competir, cuáles son los recursos y capacidades que posee, cómo son la industria y el entorno en que compite y cómo puede modificarlos. Esta estrategia se preocupa por cómo adquirir una ventaja competitiva a través de una forma distintiva para competir en el mercado objetivo.

Si nos situamos en una empresa multinacional de petróleo o de gas de grandes dimensiones, tendremos una estructura organizacional corporativa localizada en la casa matriz. Desde ahí emanará la estrategia corporativa, por ejemplo: operar en determinadas regiones (como África, América Latina, etcétera) y focalizarse en la explotación de yacimientos de petróleo *offshore*. Adicionalmente, se emitirán las políticas corporativas (recursos humanos, finanzas, legales, etcétera) comunes para todas las unidades de negocios. Los órganos de gobierno también estarán en la casa matriz.

La estrategia competitiva se ejecutará en cada una de las unidades de negocios en el marco impuesto por la corporación. Aquí se pondrán en práctica las ventajas competitivas.

La importancia de entender el concepto de estrategia se debe a que, justamente aquí, se definen cuáles serán las fuentes de creación de valor. La elección de estas fuentes debe estar en línea con los objetivos estratégicos de la organización.

El estudio y análisis de la planificación estratégica fue evolucionando con el paso de los años. Desde la planificación financiera, con su objetivo primario de cumplir con el presupuesto anual, hasta la etapa actual del liderazgo estratégico que está totalmente orientada a crear valor. En el gráfico 2 vemos una aproximación de esta evolución según el criterio del autor.

Introducción a la creación de valor

Crear valor debe ser el objetivo de toda empresa. Crear valor para los clientes ayuda a vender los productos y servicios que se producen; crear valor para los accionistas (incremento en el valor del negocio) asegura la disponibilidad futura de capital para financiar proyectos.

Desde una perspectiva puramente financiera, se crea valor cuando el retorno de capital excede al costo de capital del inversor. En el presente, mostrar ganancias en los estados contables de las empresas es cada vez menos determinante respecto de la cotización de las acciones. El impacto más grande en el valor de una acción se da por los activos intangibles que posee una organización.

Estimar el valor que proporcionarán estos activos intangibles a la compañía es una tarea bastante artesanal (haremos una aproximación más adelante). No hay un método de medición uniformemente aceptado. Básicamente, continuamos proyectando flujos de fondos, descontándolos por el costo de capital de la empresa o del inversor; y los complementamos con algunos índices que tratan de explicar cómo generarán dinero los impulsores intangibles de valor. La sumatoria de esta ensalada debiera arrojar el supuesto valor de la organización en el presente.

Hacer esto no es tan fácil, pero aún más complicado es explicar el valor de ciertas empresas que cotizan en bolsa. Los ejemplos más claros son algunas de las compañías *punto.com* o tecnológicas que poseen una facturación pequeña, ganancias inexistentes, una diminuta porción de mercado... y, sin embargo, valen millones de dólares. Algunos exponentes recientes son las empresas que pertenecen al mundo de las redes sociales.

Cuando una empresa tiene como objetivo crear valor, se encuentra enfocada en el largo plazo. A su vez, cuando el foco es incrementar las ganancias del presente ejercicio, poseemos una mirada de alcance corto. Sobredosis de medidas del tipo "reducciones de costos" se asocian con mejorar las ganancias inmediatas. Cuando hablamos de inversiones para incrementar el crecimiento y la competitividad a largo plazo, estamos orientados a crear valor.

El primer paso para alcanzar una organización enfocada a crear valor es identificar y entender las fuentes generadoras de valor (los activos intangibles). Esto hará que la dirección apunte hacia el capital y el talento, hacia las oportunidades de crecimiento más rentables.

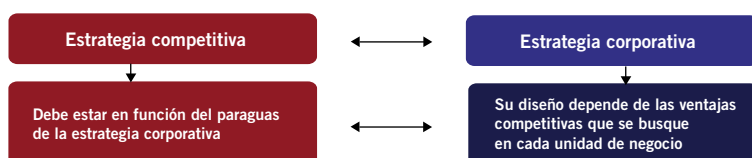


Gráfico 1.

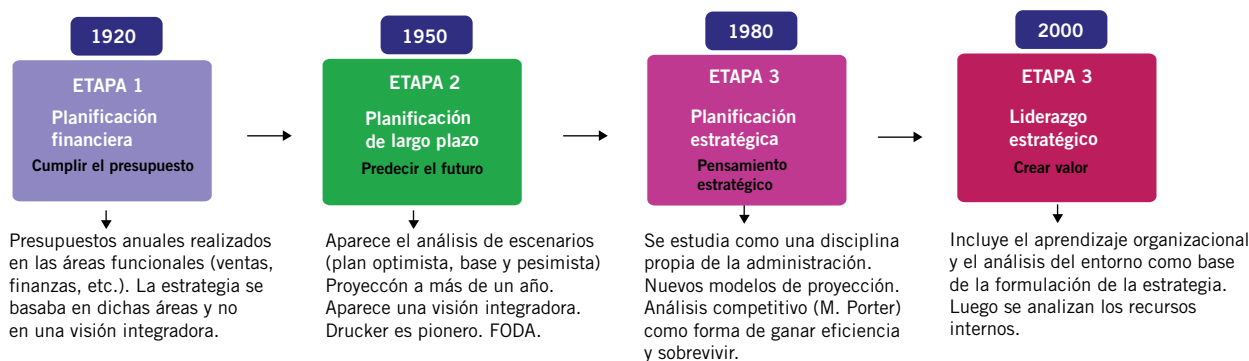


Gráfico 2.

Activos intangibles de mayor impacto en la creación de valor

La clave para crear valor radica en convertir activos intangibles en resultados tangibles. Como mencionamos, la conexión entre los activos intangibles y la creación de valor es la estrategia corporativa. Es notable que la mayoría de los impulsores de valor que se mencionan a continuación no pueda encontrarse directamente en los estados financieros de las organizaciones.

Esto es una llamada de atención a los profesionales de finanzas, contabilidad y administración de empresas (entre los cuales me incluyo) para desarrollar herramientas que permitan facilitar la comunicación de la existencia de estos activos intangibles a los inversores.

Es importante notar que las inversiones hechas para incrementar los activos intangibles (investigación y desarrollo, capacitación a empleados, construcción de marca, etcétera) usualmente proveen beneficios indirectos cuyo impacto no se ve reflejado en lo inmediato en el estado de resultados. Sin embargo, estas inversiones son las que están en línea con el crecimiento de valor a largo plazo y el cumplimiento de los objetivos estratégicos.

Entendemos que los activos que mayor impacto tienen en la creación de valor son:

1. Innovación.

2. Habilidad para atraer empleados talentosos.
3. Capacidad para concertar alianzas.
4. Calidad en los procesos, productos y servicios.
5. *Performance* ambiental.
6. Valor de la marca.
7. Tecnología.
8. Satisfacción al cliente.
9. Propiedad intelectual.
10. Equipo de gerencia eficiente.
11. Relaciones con empleados y gremios.
12. Relaciones con la comunidad.

Volvamos sobre la industria que nos ocupa. La naturaleza propia del negocio del *upstream* indica que la producción de los yacimientos declina con el tiempo hasta que se agotan las reservas. Tener una organización que es fuerte en innovación y que tiene ventajas competitivas en tecnología la hará capaz de encontrar recursos y operar yacimientos que otros no pueden hacer. ¿Tiene esto impacto en el valor? Sí, sin dudas, ya que le brinda mercados vírgenes para operar de una manera casi monopólica hasta que los demás se pongan a tono.

Vayamos por ejemplo al impulsor "capacidad para concertar alianzas". A una empresa que opera en el segmento del *upstream* no le resulta sencillo entrar en nuevos países, sobre todo en los que opera una NOC (*National Oil Company*), que son empresas estatales con participación en todos los emprendimientos del país al cual pertenece. Tengamos en cuenta que la mayoría de los países con grandes reservas de hidrocarburos poseen una NOC. Por lo dicho, si una empresa tiene una ventaja competitiva en lo referente a tejer alianzas con las NOC, tiene la posibilidad de entrar a mercados muy apetecibles (por ejemplo, Arabia Saudita, Venezuela, Angola, Libia, etcétera).

Si vamos al segmento del *downstream*, el impulsor "satisfacción al cliente" adquiere una importancia fenomenal. Antiguamente, llenar el tanque del auto era simplemente eso: se buscaba la empresa que le diera un producto confiable cuando se necesitaba combustible y no mucho más. Hoy, es tener la posibilidad de comprar golosinas (kiosco), tomar un café (bar), lavar el auto (lavadero), tener *wifi* para conectarse a Internet,

y hasta elegir la marca que cubre aspectos aspiracionales del cliente (por ejemplo comprar la misma marca que usa un piloto de F1 famoso). O sea, es todo una experiencia, donde cargar nafta es sólo una parte de la operación comercial. Darle valor al cliente redundará en un mayor ingreso monetario para la compañía. En definitiva, un mayor valor.

Finalmente, veamos la importancia de un "equipo de gerencia eficiente". Pensemos en algún anuncio de retiro de un líder destacado en una empresa cotizante en el mercado: la cotización de las acciones de la compañía bajan automáticamente. Es decir, hay una pérdida de valor inmediata, ya que esa empresa tenía un plus por tener a esa persona en una posición clave (usualmente nos referimos al CEO, pero puede también ser alguna otra posición de relevancia).

Ese valor adicional que poseía la compañía se lo daba el mercado, porque esa persona podía asegurar desde la concreción de nuevos negocios y la disponibilidad de conseguir financiamiento para los proyectos que se encaraban, hasta contactos clave para realizar alianzas, entre otras cosas.

Además del impacto positivo de los activos intangibles anteriormente descritos en el valor de la organización, también habrá beneficios para la sociedad en su conjunto. Listamos algunos:

1. Incremento del nivel de vida general.
2. Aumento del número de comunidades autosustentables.
3. Mejora de la confianza de las partes involucradas (*stakeholders*).
4. Medio Ambiente más sostenible.
5. Aumento de la seguridad.
6. Saludable equilibrio de la ecua-

- ción trabajo/vida de la población.
7. Incremento en la eficiencia de uso de los recursos no renovables.

Ilustremos con un ejemplo sencillo: si una empresa que opera en el *upstream* encuentra un yacimiento en una localidad remota donde no hay otra industria que permita dar trabajo a la población local, seguramente incrementará el nivel de vida general, debido a que quien sea empleado de forma directa obtendrá dinero para consumir mejores productos y servicios. También se originarán trabajos indirectos que darán soporte a los nuevos consumidores, desde supermercados hasta empresas constructoras, hospitales, etcétera. Todos se benefician. Nace una comunidad autosustentable.

Siguiendo con el mismo ejemplo, sin dudas mejora la confianza de las partes involucradas (proveedores, clientes, Gobierno, etcétera) ya que todos verán incrementar sus ingresos debido a que la empresa precisa monetizar las reservas (clientes) y para eso necesitará ayuda de contratistas (proveedores). El Gobierno recibe mayores impuestos. Seguramente el lector se puede imaginar el impacto en los demás puntos utilizando el mismo ejemplo.

Pistas para medir la creación de valor

Ahora que tenemos una idea sobre lo que significa el concepto de creación de valor, bajaremos un nivel adicional para tratar de explicar cómo se mide la creación de valor. En principio, podemos decir que las métricas e índices financieros más populares como el valor actual neto

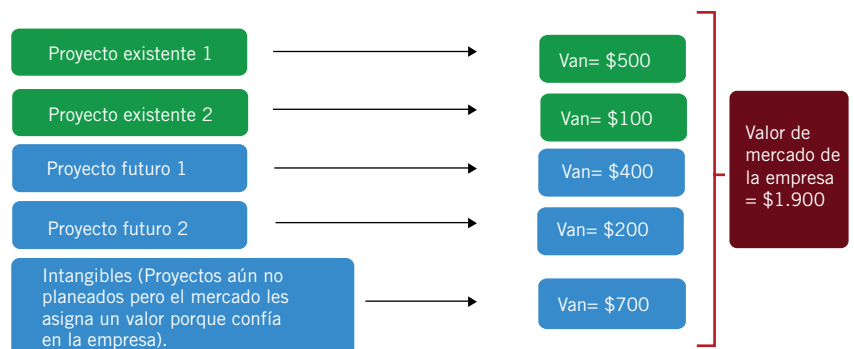


Gráfico 3.

(VAN), la tasa interna de retorno (TIR), tasa de repago de la inversión, etcétera; no logran por sí solas captar el valor de los activos intangibles. Por lo tanto, no llegan a estimar si una empresa crea valor a largo plazo de una forma efectiva.

Si bien aún no hay total concordancia, los expertos afirman que donde más fielmente se refleja el valor de la compañía es en el valor de mercado (valor de cotización de la acción multiplicado por la cantidad de acciones que representan su capital). Esto es así porque en el mercado además de estimar el valor actual de los proyectos futuros, hay un componente de expectativas que contiene al potencial que pueden generar los activos intangibles.

En función a lo explicado, la fórmula de creación de valor al accionista (CVA) sería:

$$CVA = [(Valor de acción \text{ año } 1 - Valor de acción \text{ año } 0) + Dividendos cobrados por acción durante el \text{ año } 1] / (1 + Costo de capital)$$

Si suponemos que la acción de la empresa "AA" valía \$10 a inicios del año; que durante el año pagó un dividendo de \$1 por acción; que la cotización de la acción de "AA" al final del año es de \$12; y que el costo de capital del accionista es del 10% anual. ¿Cuál sería el CVA inversor si posee 1.000 acciones de "AA" en su portafolio?

Al aplicar la fórmula podemos estimar que el accionista creó valor por \$2,73 por cada acción y de \$2.730 en el total de su tenencia de 1.000 acciones:

$$CVA = [(12 - 10) + 1] / (1 + 0,1)$$

$$CVA = \$2,73 / \text{acción}$$

$$CVA = \$2.730 / \text{portafolio}$$

Lo arriba explicado es relevante para entender cómo crea valor el inversionista individual. Ahora, veamos de manera simplificada cómo se estima el valor de una empresa.

Muchas de las herramientas actuales se mantienen. Se estima el flujo futuro de los proyectos existentes, se hace lo mismo con los proyectos futuros (los que aún no están generando dinero pero que ya hay indicios suficientes de que lo harán) y, finalmente, se trata de estimar ese plus que darían los activos intangibles, que

hacen especial a la empresa en cuestión. Esta última parte es claramente la más compleja (ver gráfico 3).

Si una empresa tiene dos yacimientos en producción, tenemos forma de conseguir cuáles son las reservas que faltan extraer y delinear el flujo de fondos. Se descuenta al costo de capital y se obtiene el valor presente. Además, posee dos yacimientos exploratorios donde se estima que la empresa puede encontrar hidrocarburos. Este flujo proyectado estará sujeto a un riesgo mayor, por lo que se debe multiplicar por una tasa de probabilidad de ocurrencia que refleje el grado de incertidumbre.

Por último, el concepto "intangibles" es la confianza en la empresa en que sus impulsores de valor van a encontrar fuentes adicionales para generar dinero. Negocios que aún no están a la vista, pero que tarde o temprano van a aparecer por la propia historia de la empresa o por las características del mercado en que opera que puede tener un futuro promisorio.

No hace falta aclarar que el impacto de los activos intangibles está embebido en el valor total de la empresa (\$1.900), no solamente en los \$700 que se desprenden de la porción llamada "intangibles". Lo que diferencia a estos valores es que los que son proyectos existentes ya han hecho tangibles los resultados que generan los activos intangibles (incluso a pesar de que estamos hablando de flujos de fondos futuros).

Los llamados proyectos futuros en el gráfico 3 tienen menor tangibilidad aunque los proyectos están identificados con nombre y apellido, ya que su estado de desarrollo es muy reciente. Y falta que el paso del tiempo brinde espacio para que se concreten. Los últimos (identificados como intangibles) son promesas totalmente etéreas, expectativas con valor.

Conclusiones

Nos hemos adentrado al concepto de estrategia, hemos visto su evolución desde 1920 hasta nuestros días y tratamos de explicar que hoy las empresas se focalizan en crear valor para devolverle a sus accionistas y dueños un retorno acorde con el riesgo asumido y con sus oportunidades alternativas de inversión.

La creación de valor se basa en las ventajas competitivas que le brindan sus activos intangibles (a los cuales también llamamos impulsores de valor) que están alineados a sus objetivos estratégicos, los cuales están asociados a la visión y misión corporativa.

Las empresas que operan en la industria del petróleo y del gas tienen muchas oportunidades de crear valor, al descubrir nuevos yacimientos u optimizar los actuales, que puedan nutrir de energía al planeta. Esto no sólo permitirá incrementar el valor de la misma compañía, sino de la comunidad toda.

Para que esto suceda, es imprescindible identificar los impulsores de valor correctos con los cuales la organización pueda alcanzar ventajas competitivas. Estas ventajas deberán ser **valoradas** (por clientes y competidores), **eficientes** (su costo debe ser menor al valor que brinda) y **sustentables** (mantener la asimetría en el tiempo). Estas ventajas permitirán un desempeño superior respecto de la competencia y del uso alternativo de los recursos.

El triángulo "estrategia - activo intangible - ventaja competitiva" es lo que genera el valor. Revisar este triángulo regularmente (tanto su funcionamiento en la empresa misma como respecto a los competidores) es clave para ganar posiciones adicionales en un mercado, como también, encontrar y entrar en mercados nuevos en crecimiento. ■

Leandro Del Regno es licenciado en Administración y Contador Público por la Universidad de Buenos Aires (UBA). Es docente de la materia Teoría de la Decisión en la Universidad de Belgrano (UB), así como de Dirección General y de Habilitación Profesional II en la misma universidad. Asimismo, es coautor del libro Teoría de la Decisión de Editorial Pearson (2010).