

## ¿Podemos prever las previsiones financieras?

**Las previsiones financieras son importantes para los inversores, no sólo porque les ayudan a evaluar las perspectivas de las empresas, sino también porque influyen directamente en el precio de sus acciones al servir de guía sobre sus resultados futuros. Nadie espera que las previsiones sean exactas al cien por cien, pero ¿podríamos sacar más de ellas si estudiáramos cómo y por qué se desvían?**

1 de septiembre de 2007

Las previsiones financieras son fundamentales para el éxito de cualquier empresa. Además de dibujar sus perspectivas de futuro, también ayudan a orientar las operaciones del día a día, dar forma a la estrategia, definir las alternativas financieras y servir de guía sobre sus resultados futuros. En última instancia, ejercen una influencia considerable en el precio de las acciones de una empresa, tanto directa como indirectamente.

Por ello, a los directivos les interesa elaborar unas previsiones plurianuales lo más precisas posible. Claro que, ¿podría una empresa sacar todavía más partido de sus previsiones alterando deliberadamente sus mejores proyecciones y, por tanto, haciéndolas menos precisas?

Los investigadores Christopher S. Armstrong (Stanford Graduate School of Business), George Foster (Stanford Graduate School of Business), John R. M. Hand (Kenan-Flagler Business School de la Universidad de Carolina del Norte) y Antonio Dávila (IESE) examinaron las

previsiones a corto y largo plazo de una serie de empresas privadas norteamericanas en busca de patrones de sesgo predecibles. Su estudio, "[Biases in Multi-Year Management Financial Forecasts: Evidence from Private Venture-Backed U.S. Companies](#)", reveló que las empresas pueden alterar discrecionalmente sus previsiones. De hecho, a menudo lo hacen, y no sólo al alza, sino también a la baja.

Los autores pudieron comprobar que los sesgos en las previsiones son más destacables cuando se acompañan de dos factores: el horizonte temporal de la previsión y la naturaleza de los activos de una empresa.

## **Novedad: medir el horizonte temporal**

La investigación sobre las previsiones financieras se había ceñido hasta ahora a las de corto plazo, ya que las de largo plazo suelen ser confidenciales. Aunque las empresas cotizadas normalmente disponen de previsiones a largo, esta información es de uso interno y rara vez se hace pública a más de uno o dos años vista.

El estudio aporta un enfoque innovador del problema. Al centrarse exclusivamente en empresas privadas, los autores pudieron acceder a previsiones financieras más largas de firmas de distintos sectores. La información se recogió en VentureOne, una base de datos financieros sobre empresas norteamericanas que buscan financiarse con capital riesgo.

El sentido común lleva a pensar que los emprendedores son propensos a exhibir un gran optimismo y a asumir riesgos. Los estudios anteriores confirmaron en su día este rasgo, pero no comprobaron si el grado y las consecuencias en que se manifestaba variaban en función del horizonte temporal; tampoco sus efectos en las previsiones de resultados.

Aunque este estudio llega a la misma conclusión que los anteriores, difiere de ellos en lo que respecta a las implicaciones de cómo se produce este sesgo optimista.

En general las expectativas de beneficios suelen ser optimistas y, a medida que el horizonte temporal aumenta, aumenta también su sesgo positivo. Los autores hallaron que las previsiones a un año exageraban los beneficios en un 35% de media, mientras que las de a tres y cinco años eran, respectivamente, un 67% y un 122% demasiado altas.

A primera vista, estos resultados indicarían una tendencia lineal simple. Pero no es así. Un examen más detallado de los ingresos y gastos revela una historia más compleja. Además, deja entrever los indicios y motivaciones que hay detrás de este sesgo.

## **¿Por qué proyectar ingresos menores de lo esperado?**

En las proyecciones a un año se subestiman tanto los ingresos como los gastos, en mayor proporción estos últimos, para así crear un sesgo positivo en las expectativas de beneficios. Sin embargo, en las proyecciones a tres y cinco años se exageran. Los beneficios están inflados en todos los horizontes temporales, aunque se sustentan en los ingresos en el largo plazo, lo que crea un sesgo mucho más fuerte respecto a los gastos.

Aunque la exageración de los beneficios resulta evidentemente beneficiosa para la empresa, no es fácil comprender por qué proyectaría ingresos menores de lo esperado en las previsiones a un año y mayores gastos a largo plazo. Estos extraños patrones despiertan sospechas sobre el verdadero motivo de los sesgos: ¿no serán el resultado de una estrategia? Un argumento sólido a favor de esta sospecha es que todos los sesgos son oportunistas y deliberados, además de que benefician óptimamente a la empresa en cada uno de los horizontes temporales.

En el corto plazo, una subestimación de los costes da a entender a los posibles inversores que la empresa no está gastando tanto dinero, algo que sin duda verán con buenos ojos. Además, "vende" una postura conservadora al minimizar el riesgo y reporta el beneficio adicional de hacer hincapié en la necesidad de nuevas inyecciones de capital para aumentar los ingresos desde unas proyecciones modestas.

En horizontes temporales más largos aparece una motivación distinta: la necesidad de procurarse nuevas rondas de financiación con capital riesgo. Cuánto mayores sean los ingresos netos de una empresa durante un horizonte temporal largo, más atractiva resultará para los posibles inversores de capital riesgo. De este modo se crea una historia de éxito que también puede ayudar a captar capital en los mercados financieros.

## **El sesgo depende de los activos**

Un segundo factor relacionado con el sesgo de las previsiones financieras es la naturaleza de los bienes de una empresa. Independientemente del horizonte temporal, es mucho más probable que las previsiones financieras sean alteradas al alza cuando los bienes de la empresa son difíciles de valorar objetivamente. Suele ocurrir cuando el valor de una empresa se basa en gran medida de bienes intangibles, como marcas, patentes tecnológicas, un modelo de negocio poco habitual o capital intelectual de vanguardia.

En este contexto, los inversores tienen más dificultades para valorar estos bienes intangibles,

ya que normalmente carecen de sustancia física y no cotizan en ningún mercado. En la mayoría de los casos, el sesgo suele producirse en sectores como el farmacéutico o el de los media, donde los ingresos dependen de complejos acuerdos de licencia y los niveles de éxito futuros son más difíciles de calcular debido a la poca información de que disponen los actores ajenos a la empresa.

El estudio puso a prueba este efecto comparando el nivel de precisión de las previsiones de dos sectores: el de la distribución, que vende artículos de consumo de fácil valoración y referenciados; y el de la biotecnología, caracterizado por tener grandes cantidades de bienes intangibles, derechos de propiedad intelectual y patentes.

Como era de esperar, el sesgo de las previsiones de beneficios en las firmas biotecnológicas resultó ocho veces mayor que en las distribuidoras. Aquí la desviación en los beneficios estaba motivada casi exclusivamente por las diferencias en los ingresos proyectados, con contrastes importantes entre el sector intensivo en bienes intangibles y el basado en artículos de consumo.

Las previsiones de ingresos a uno y cinco años de las empresas biotecnológicas resultaron ser un 49% y un 305% más optimistas de lo que en realidad fueron, en acusado contraste con las distribuidoras, que presentaban previsiones mucho más conservadoras: el 41% más bajas en el plazo de un año y sólo el 3% mayores a cinco años vista.

Por tanto, el sesgo al alza es algo corriente en empresas intensivas en bienes intangibles, ya que es más difícil y costoso valorar con precisión sus bienes. Esto sugiere también que los directivos son más propensos a alterar sus previsiones si los inversores no pueden detectar cuándo se han tergiversado los datos.

Aunque estos patrones no son estratégicos, el hecho de que sean predecibles resulta instructivo. Si los inversores de capital riesgo los conocen, así como la mecánica responsable de las previsiones de resultados exageradas, los inversores de capital riesgo podrán calcular sus expectativas en consecuencia y hacer que estos sesgos se ajusten más a la realidad.

[www.iese.edu/es/insight](http://www.iese.edu/es/insight)