

# CONOCIMIENTO ÚTIL DESPUÉS DE TODO, LA DIVERSIFICACIÓN CORPORATIVA SÍ PUEDE FUNCIONAR.

ROBERT F. BRUNER

Enfoque fue el mantra estratégico de la década de los años noventa de las Juntas Directivas en Wall Street y en la academia. Pero ahora, gracias a los nuevos descubrimientos de la investigación, la forma de pensar en cuanto a la diversificación corporativa ha experimentado un giro sorprendente y esta nueva perspectiva tiene implicaciones para tareas tan dispares como la asignación de recursos corporativos, la planeación estratégica, el diseño de políticas gubernamentales y las inversiones personales.

La doctrina convencional ha establecido que la diversificación corporativa destruye valor (y yo diría que todavía es así en gran medida). El conglomerado —grande, multinacional, impersonal y poderoso— es el tipo de compañía que el público adora odiar: prueba de ello es la enorme alegría generada por el mal ajeno que se evidenció en la prensa después del espectacular colapso de las estrategias de diversificación en Tyco International y Vivendi Universal. Este sentimiento popular ha contado con el apoyo de un cuerpo de investi-

## RESUMEN:

Concentrarse fue el mantra estratégico de la década de los años noventa de las Juntas Directivas en Wall Street y en la academia. Pero ahora, gracias a los nuevos descubrimientos de la investigación, la forma de pensar en cuanto a la diversificación corporativa ha experimentado un giro sorprendente y esta nueva perspectiva tiene implicaciones para tareas tan dispares como la asignación de recursos corporativos, la planeación estratégica, el diseño de políticas gubernamentales y las inversiones personales.

En este artículo el autor expone algunos consejos sobre cómo actuar frente a los nuevos descubrimientos en relación con la diversificación y la concentración en los negocios.

## ABSTRACT:

Focus was the strategic mantra of the 1990s in boardrooms, on Wall Street, and in the academy. But now, thanks to the new research findings, a remarkable turnaround in the conventional thinking about corporate diversification is taking shape. And this new perspective holds implications for tasks as disparate as corporate resource allocation, strategic planning, government policy making, and personal investing.

In this article, the author presents some advice on how to act given the new discoveries made by the researchers regarding the diversification or concentration in the company.

gaciones académicas que descubrieron que el valor en el mercado de una compañía diversificada tiende a ser *inferior* que la suma de los valores de sus partes, calculados por separado. Se estima que este llamado “descuento por diversificación” es del orden de 11 a 15 por ciento y ascendió a US \$250 mil millones, según un estimativo. Igualmente los investigadores descubrieron que los inversionistas descuentan los anuncios sobre adquisiciones orientadas hacia la diversificación y premian las transacciones que enfocan la compañía como desinversiones o escisiones. Adicionalmente, empleando la información contable en vez de los precios del mercado, la investigación reveló que el retorno sobre inversiones es mayor para aquellos que diversifican en campos relacionados (firmas que compran en industrias económicamente relacionadas con sus negocios centrales) que en aquellos que diversifican en campos sin relación entre sí.

¿Qué puede explicar esta destrucción de valor? Algunos investigadores indicaron que se debía a la conducta de aprovechamiento personal de los gerentes. Otros afirmaron que los conglomerados tienden a invertir más de la cuenta en negocios fracasados y ‘matan de inanición’ a los buenos y, además, no están dispuestos a reducir sus pérdidas. Para finalizar, los analistas de títulos valores se han quejado de que las firmas diversificadas son tan complicadas que es difícil saber qué sucede en su interior y esta ausencia de transparencia protege de las críticas a los gerentes.

La expansión del concepto del descuento por diversificación coincidió vagamente con una oleada de reestructuraciones

corporativas que comenzó a finales de la década de los ochenta. “Re-enfocarse” se convirtió en la moda cuando las empresas que diversificaron comenzaron a dejar de lado los negocios que consideran que no eran consistentes con las metas estratégicas y financieras. Para ayudar a los inversionistas a valorar las piezas del componente, las firmas diversificadas adoptaron unas tácticas encaminadas a generar mayor información (mejorar las relaciones con los inversionistas) o incluso monetizar las partes de la diversificación (como ventas de empresas o de acciones, escisiones parciales y *tracking stocks* o las acciones cuyo precio está ligado al desempeño de una división).

Para muchos ejecutivos e inversionistas, el descuento por diversificación parecía ser consistente con la intuición o la simple observación. Si se puede sintetizar una empresa diversificada en su portafolio personal de acciones, ¿por qué pagarles a los gerentes para que lo hagan? ¿Y si una estrategia de diversificación es tan buena, por qué no es sostenible? ¿Dónde están los conglomerados que fueron campeones en los años sesenta, setenta y ochenta como Westinghouse, Gulf+Stream, International Telephone and Telegraph, Ling-Temco-Vought y Figgie International? Fueron comprados, fraccionados o reestructurados porque no cumplieron las expectativas.

Sin embargo, las dudas seguían en el aire. Algunos afirmaban que las personas racionales no hacen cosas estúpidas en forma repetida. Por lo tanto, los ejecutivos que seguían aferrados a la diversificación debían tener un buen motivo para ello. Otros señalaban el éxito de General Electric y su archirival United Technologies.

De hecho, unas de las acciones de mejor comportamiento durante los últimos cuarenta años corresponden a las de Berkshire Hathaway, nominalmente una compañía de seguros, pero realmente, un peculiar conglomerado manejado por Warren Buffett con participación en el comercio minorista de muebles, cuchillas de afeitar, aerolíneas, papel, radiodifusión, gaseosas y publicaciones. El éxito de Buffett parecería señalar que, en vez de debatir entre diversificación y enfoque, uno debe concentrarse en hacer inversiones sólidas y en una administración orientada hacia la creación de valor. Adicionalmente, los críticos comenzaron a cuestionar la investigación que defendió el descuento por diversificación –en particular, la forma en que los investigadores seleccionaron su muestra de compañías y midieron el descuento.

A principios del 2001, una nueva generación de investigadores académicos comenzó a publicar sus hallazgos –con base en mejor información (a nivel de plantas individuales y establecimientos de manufactura en vez de por sectores) y unas mejores técnicas de econometría– que han narrado otra historia. Tal vez, especula la nueva investigación, las firmas que diversifican han seguido la tendencia de adquirir compañías que no cumplen sus metas y, a su vez, hacen que su desempeño *parezca* peor de lo que es. Si este es el caso, el descuento no tendría tanta relación con

la decisión de diversificar sino con los principios del negocio de las compañías adquiridas.

Un estudio de penetración de José Manuel Campa y Simi Kedia, justamente descubrió esto. Considerando tanto la decisión de diversificación como los principios del negocio de las compañías adquiridas, Campa y Kedia concluyeron: “que los descuentos por diversificación son más bien una prima... La diversificación es una estrategia para mejorar el valor de aquellas compañías que realmente lo buscan”.

Otro estudio reveló que parecía que la explicación del descuento radicaba en la forma en que las firmas que diversificaron se financiaron y no en la decisión de diversificación per sé. Diversos estudios nuevos han concluido que los conglomerados tienen una asignación de recursos *más* eficiente, no menos eficiente. En una revisión puesta en Internet en abril, Belén Villalonga concluyó que: “en promedio, la diversificación no destruye el valor, o por lo menos no tanto como se pensaba originalmente. Algunos, incluso, sugieren que lo puede crear. Sin embargo, no todos los investigadores estarían de acuerdo con esta conclusión”.

Por lo general, los nuevos descubrimientos implican que la lucha entre las dos perspectivas (los que enfocan frente a los que diversifican) no es tan importante. Más bien, el mercado premia hacer lo correcto en el momento indicado: en algunos momentos puede ser concentrarse; en

*Campa y Kedia concluyeron: “que los descuentos por diversificación son más bien una prima... La diversificación es una estrategia para mejorar el valor de aquellas compañías que realmente lo buscan”.*

## RESEÑA DEL AUTOR:

**Robert F. Bruner**, Profesor Distinguido de Business Administration University of Virginia - Darden Graduate School of Business Administration Charlottesville, VA 22906-6550 United

States 434-924-4802 (Voz) 434-243-7678 (Fax)  
<http://faculty.darden.edu/brunerb/>  
 brunerb@darden.gbus.virginia.edu

otros puede ser diversificar. ¿Cómo actuar frente a estos descubrimientos?

■ Preste atención a las nuevas visiones de la academia, pero tenga paciencia: la investigación instruida avanza lentamente. Nos encontramos en un punto de inflexión y, tal vez, aún puede ser temprano para saber exactamente qué es lo que sabemos. Y la nueva investigación despierta nuevas preguntas: ¿La diversificación pasa del descuento a la prima con el transcurrir del tiempo? ¿Por qué parece que unas firmas tienen descuentos y otras no? ¿Por qué parece difícil sostener una estrategia de diversificación? ¿Cuál es el secreto de los que diversifican con éxito?

■ Piense en forma crítica sobre la posición de su compañía frente a la diversificación, especialmente cuando las condiciones competitivas cambian. Enfocarse puede haber sido bueno para su empresa en el pasado, pero pudo haber excluido algunas oportunidades de expansión bastante atractivas.

■ Busque la agilidad estratégica. La habilidad de dar giros en el entorno y de cambiar de diversificación al enfoque y regresar nuevamente, puede ser lo que el mercado realmente valora. Se requiere un gran talento, muchas horas y una disciplina excepcional para lograrlo. Unas herramientas analíticas básicas pueden ayudar, al igual que la tecnología informática y la capacitación.

■ Estudie a Warren Buffett, no como inversionista en acciones, sino como Presidente de un conglomerado. Aunque sabemos mucho de su filosofía sobre inversiones orientadas hacia el valor, sabemos mucho menos sobre cómo encuentra y maneja sus adquisiciones de diversificación.

■ Prepare cuidadosas comparaciones

cuando evalúe los precios de las firmas diversificadas. Recientes investigaciones muestran que los estimados desglosados del valor de las firmas diversificadas pueden verse contaminados por una inadecuada selección de compañías para la comparación.

■ No diversifique solamente porque sí. Haya o no haya un descuento por diversificación, virtualmente ningún estudio avala una estrategia de diversificación sin ninguna relación. Vale la pena mantener una ventaja estratégica. Las competencias centrales, de nuevo, pueden ofrecer un camino hacia una diversificación sensata y relacionada.

El debate sobre el descuento de diversificación nos recuerda que los eruditos también se encuentran comprometidos con un proceso de innovación. Siempre y cuando continúen innovando, sus herramientas mejorarán, podrán hacer mejores evaluaciones y tendrán perspectivas más claras. Y la claridad es, después de todo, lo que buscan tanto los sabios como los practicantes.

Tomado de Batten Briefings. From the Darden Graduate School of Business Administration, Darden University of Virginia. Volume Two, Number Two, 2003, pages 2, 3 and 12. Robert F. Bruner es el Director Ejecutivo del Instituto Batten y Profesor Distinguido de Administración de Negocios en el Darden School. Se le puede contactar en [brunerb@arden.gbus.virginia.edu](mailto:brunerb@arden.gbus.virginia.edu). Se puede hallar más información sobre los investigadores citados en esta columna en [www.darden.virginia.edu/batten](http://www.darden.virginia.edu/batten).

# CORPORATE DIVERSIFICATION MAY BE OKAY AFTER ALL

ROBERT F. BRUNER

Focus was the strategic mantra of the 1990s in boardrooms, on Wall Street, and in the academy. But now, thanks to the new research findings, a remarkable turnaround in the conventional thinking about corporate diversification is taking shape. And this new perspective holds implications for tasks as disparate as corporate resource allocation, strategic planning, government policy making, and personal investing.

The conventional wisdom has been (and, I would say, largely still is) that corporate diversification destroys value. The conglomerate –big, multinational, impersonal, and powerful– is the kind of company the public loves to hate: witness the outpouring of *schaden-freude* in the press after the spectacular collapses of diversification strategies at Tyco International and Vivendi Universal. This popular sentiment has been supported by a body of academic research finding that the market value of a diversified firm tends to be *less* than the sum of the values of its parts, calculated on a stand-alone basis. This so-called “diversification discount”, estimated to be in the range of 11 to 15 percent, amounted to \$250 billion, by one account. Researchers have also found that investors discount announcements of diversifying acquisitions and reward transactions that focus the firm, such as divestitures and spinoffs. Furthermore, research using accounting data instead of market prices has found that returns on investment are higher for rela-

ted diversifiers (firms that buy into industries economically related to their core businesses) than for unrelated diversifiers.

What can explain this value destruction? Some researchers have pointed to self-serving behavior by managers. Others have claimed that conglomerates tend to overinvest in dud businesses and starve good ones, and that they are reluctant to cut their losses. Finally, securities analysts have complained that diversified firms are so complicated that it is hard to know *what* goes on inside them and that this lack of transparency shields managers from criticism.

The rise of the concept of the diversification discount roughly coincided with a wave of corporate restructuring that began in the late 1980s. “Refocusing” became the vogue as diversified firms shed businesses thought to be inconsistent with strategic and financial targets. To help investors appreciate the value of component pieces, diversified firms adopted tactics that would convey more information (such as enhanced investor-relations efforts) or actually monetize the pieces (such as divestitures, partial spinoffs, and tracking stock – shares whose price is tied to a division’s performance).

To many executives and investors, the diversification discount seemed consistent with intuition and casual observation. If you can synthesize a diversified firm in your personal stock portfolio, why should you pay managers to do this? And if a strategy of diversification is so good,

why isn't it sustainable? Where are the conglomerate champions of the 1960s, 1970s, and 1980s, like Westinghouse, Gulf + Western, International Telephone and Telegraph, Ling – Temco – Vought, and Figgie International? They were bought, broken up, or restructured because they underperformed.

Still, there were nagging doubts.

Some argued that rational people don't do stupid things repeatedly; therefore the executives clinging to diversification must have a good reason for doing so. Others pointed to the successes of General Electric and its archival, United Technologies. Indeed, one of the best – performing stocks of the last 40 years has been Berkshire Hathaway, nominally an insurance company but actually a quirky conglomerate run by Warren Buffett with interests in furniture retailing, razor blades, airlines, paper, broadcasting, soft drinks, and publishing. Buffett's success seemed to say that instead of debating diversification and focus, one should concentrate on sound investing and value – oriented management.

Furthermore, critics began to question the research that underpinned the diversification discount – in particular, the way that researchers selected their sample of firms and measured the discount.

Starting in 2001, a new generation of academic researchers began to publish findings – based on better data (at the level of individual plants and manufacturing establishments instead of sectors) and better econometric techniques – that have been telling a different story. Perhaps, the new research speculates, diversifying firms have tended to buy under-

performers who in turn make their performance *appear* worse than it is. If so, the discount would have less to do with the decision to diversify than with the business fundamentals of the acquired companies.

A breakthrough study by José Manuel Campa and Simi Kedia found just that. Taking into account both the diversification choice and the acquired companies' business fundamentals, Campa and Kedia concluded that "the diversification discount is more likely to be a premium... diversification is a value-enhancing strategy for those firms that actually pursue it." Another study found that how diversified firms financed themselves, rather than the diversification decision itself, seemed to explain the discount. Several new studies have concluded that conglomerates have *more* efficient resource allocation, not less. In a review posted on the Internet in April, Belén Villalonga concluded that "on average, diversification does not destroy value, or at least not as much as was originally thought. Some suggest that it may even create it. Still, not all researchers would agree with this conclusion."

For the most part, the new findings imply that the fight between the two orthodoxies (the focusers versus the diversifiers) doesn't matter that much. Instead, the market rewards doing the right thing at the right time: in some circumstances that may be to focus; in others, it may be to diversify. How can you act on these findings?

■ Pay attention to the new insights from the academy, but be patient: scholarly research progresses slowly. We are at an inflection point, and it may be too

early to know exactly what we know. And the new research raises fresh questions: Does diversification flip-flop from discount to premium over time? Why do some firms appear to have a discount and others do not? Why does a strategy of diversification seem hard to sustain? What is the secret of the successful diversifiers?

- Think critically about your firm's stance on diversification, especially as competitive conditions change. Focusing may have served your firm well in the past, but it may have precluded some attractive expansion opportunities.

- Pursue strategic agility. The ability to call turns in the environment and switch from diversifying to focusing, and back again, may be what the market really values. Doing this requires deep talent, long hours, and exceptional discipline. Basic analytic tools can help, as can information technology and training.

- Study Warren Buffett, not as a stock investor but as a CEO of a conglomerate. While we know a lot about his philosophy of value-oriented investing, we know much less about how he finds and manages his diversifying acquisitions.

- Draw careful comparisons when assessing the pricing of diversified firms can be tainted by the poor selection of comparison companies.

- Don't diversify willy-nilly. Whether or not there is a diversification discount, virtually no studies endorse a strategy of unrelated diversification. It pays to stick to a strategic advantage. Core competences, again, may offer a path to sensible, related diversification.

The debate over the diversification discount reminds us that scholars, too, are engaged in a process of innovation. As long as they continue to innovate, their tools will improve, yielding better assessments and clearer insights. And clarity is, after all, what both scholars and practitioners pursue.

Robert F. Bruner is executive director of the Batten Institute and Distinguished Professor of Business Administration at the Darden School. He can be reached at [brunerr@arden.virginia.edu](mailto:brunerr@arden.virginia.edu). More about the researchers cited in this column may be found at [www.darden.virginia.edu/batten](http://www.darden.virginia.edu/batten)