



Consejos para crear valor de forma sostenible



Fernando Gómez-Bezares

Catedrático de Finanzas en Deusto Business School

Resumen

En finanzas mantenemos que las empresas tienen que crear valor; deben esforzarse para ello, pues crear valor no es fácil. Y deben hacerlo de una manera sostenible en lo financiero, en lo social y en lo medioambiental. Hay diferentes palancas para crear valor, y la propia idea de sostenibilidad ofrece interesantes oportunidades, sobre todo si nos centramos en lo importante.

Pero no hay que olvidar que deberemos incentivar y controlar a los directivos para que se esfuercen en crear valor y no se dejen guiar por intereses espurios. Este tema es muy importante, especialmente cuando la dirección y la propiedad en la empresa están alejadas.

La sostenibilidad es necesaria por razones éticas, pero también cuando pensamos, como debe hacerse, en crear valor a largo plazo.

Palabras Clave

Creación de valor; sostenibilidad financiera, social y medioambiental; problemas de agencia; oportunidades para crear valor; materialidad.

Introducción

Las empresas tienen que crear valor, es este un tema conocido, pero comenzaré este artículo abundando en esta idea. Podemos buscar varias razones para justificar este proceder, como remunerar la inversión de los accionistas, permitir el crecimiento de la empresa o facilitar su financiación, pero para los economistas hay una razón fundamental: es una guía adecuada para la eficiente asignación de los recursos. Si acudimos a la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (conocida como CNMV) encontramos los Códigos de Gobierno Corporativo españoles: Olivencia, Aldama, Código Unificado... Ya el primero de ellos, el de la Comisión Olivencia, de 1998, recoge explícitamente esta idea. En efecto, en el apartado II, en su punto 1.3. Creación de valor para el accionista dice: "... recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del Consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista. [...] porque, en mercados competitivos, favorece la formación del capital y la más correcta asignación de recursos...". Los códigos posteriores, hasta el último de 2020, mantienen fundamentalmente este objetivo, pero se va insistiendo cada vez más en la sostenibilidad social y medioambiental.

Cuando un empresario se esfuerza en utilizar materias primas más baratas (en consecuencia, más abundantes), en mejorar los procesos de fabricación para hacerlos más eficientes, y todo esto manteniendo o incluso mejorando la calidad de los productos que ofrece, podrá presentar buenos bienes o servicios a sus clientes, a precios competitivos. Esto debe llevar a la empresa a incrementar sus beneficios y a aumentar su valor, al utilizar más correctamente sus recursos; eso

es "asignar correctamente los recursos". La principal responsabilidad de las empresas es esa: ser eficientes en la asignación de los recursos puestos a su disposición, y hacerlo de forma sostenible en lo financiero, en lo social y en lo medioambiental; luego volveré sobre esto.

Los problemas de agencia

Partamos de una idea razonable: es bueno que las empresas utilicen bien sus recursos, sean eficientes y ofrezcan buenos productos y servicios en el mercado, vemos que esto normalmente desembocará en mayores beneficios y mayor valor para la empresa (este es el objetivo del que antes hablábamos, que suele denominarse objetivo financiero). Y si las empresas actúan así, son diligentes, eso será bueno para la sociedad. Es cierto que las empresas pueden obtener beneficios, a corto plazo, explotando a sus empleados, engañando a sus clientes, no preocupándose de la contaminación que están causando o defraudando a Hacienda, y esto no es bueno para la sociedad. El Estado deberá perseguir las conductas empresariales que vayan contra la ley, a la vez que el mercado castigará a las empresas no responsables, no serán sostenibles a largo plazo, como luego veremos.

Los accionistas serán los primeros interesados en que la empresa cree valor, al aumentar el valor de la empresa se incrementará su riqueza; dicho de otra manera: las empresas que hacen las cosas bien, es normal que obtengan beneficios y eso es bueno para los accionistas. El problema es que en muchas empresas (sobre todo en las muy grandes) es frecuente que las decisiones no las tomen los propietarios sino los directivos. Este problema ya fue adelantado por el celebrado filósofo y economista escocés Adam Smith en 1776 en su conocida obra "La riqueza de las naciones". Como dice Smith (pág. 400/464):

“Ahora bien, no es razonable esperar que los directivos de estas compañías [compañías por acciones], al manejar mucho más dinero de otras personas que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que frecuentemente vigilan el suyo los socios de una empresa particular. Igual que los asistentes de un potentado, esos directivos tienden a pensar que la atención a los pequeños detalles desmerece el honor de su señor, y fácilmente se consideran dispensados de la obligación de vigilarlos. En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad”.

Al leer el texto de Adam Smith es fácil que el lector piense que algo parecido puede suceder en la Administración pública con políticos y funcionarios, pero hablar de esto nos desviaría del tema que estamos tratando.

Los economistas norteamericanos Jensen y Meckling hicieron importantes aportaciones al problema de agencia. Los propietarios de la empresa, muchas veces no pueden (por ser muy grande o muy compleja) o simplemente no quieren dirigir la empresa. Por eso contratan directivos que se encargan de tomar las decisiones; estos directivos deberían actuar como “leales agentes” de los propietarios y buscar el objetivo de crear la mayor riqueza posible. El problema (problema de agencia) es que en muchas ocasiones esos directivos anteponen sus objetivos personales al objetivo de crear valor. Podemos pensar en el caso de que intenten hacer la empresa más y más grande (por ejemplo, ampliando el capital o aumentando la deuda) solo para aumentar su poder o sus remuneraciones, sin crear valor: si la empresa amplía capital por 100 y aumenta su valor en 100 no está creando valor.

Un tema para seguir estudiando son las remuneraciones de los altos directivos en las grandes compañías. En bastantes ocasiones yo creo que son exageradas, como comenté en un artículo que cito en la bibliografía. El problema es que muchos directivos influyen directa o indirectamente en su propia remuneración y pueden engordarla indebidamente; esto también es una manifestación del problema de agencia.

Pero el problema de agencia también puede darse en las pymes cuando los propietarios no participan activamente en la gestión, o solo unos pocos propietarios lo hacen. Con todo, el problema de agencia, un problema de primera magnitud en economía, suele ser más pequeño que en las grandes empresas al estar los propietarios más cerca de la dirección. La solución que ya plantearon Jensen y Meckling para el problema de agencia consiste en que los directivos estén incentivados y controlados, para alinear sus actuaciones con los objetivos de los accionistas: incentivos como participaciones en beneficios y controles como limitaciones de gastos o auditorías. Así conseguiremos que los directivos apuesten por la creación de valor.

La economía nos enseña que los seres humanos respondemos a incentivos: si nos ofrecen un descuento nos inclinamos a adquirir un producto o servicio, o si nos ofrecen un premio por hacer algo estamos más dispuestos a hacerlo. Ya Adam Smith planteaba que el interés propio mueve a las personas; en efecto es por su propio interés por el que el empresario trata de cuidar a sus clientes o a sus trabajadores, cree que así obtendrá más beneficios, aunque Smith da también un papel importante a la “simpatía hacia los demás”: normalmente preferimos que, a nuestros conciudadanos, todavía más si se relacionan con nosotros, les vaya bien. Si pensamos que todos nos movemos por nuestros intereses, habrá que conseguir que

mediante controles e incentivos los directivos se esfuercen en crear valor: eso será bueno para los accionistas, para la empresa y para la sociedad; en caso contrario los directivos se pueden dejar llevar por sus intereses particulares. Además, el cumplir con nuestro deber, a todos nos satisface, por el sentimiento de simpatía al que antes me he referido.

Otras posibilidades

Hay muy diferentes oportunidades para crear valor, he comentado más arriba la conveniencia de encauzar las decisiones de los directivos en esta línea, y hablaré al final de las importantes posibilidades que nos ofrece la sostenibilidad. Pero cualquier profesional de la empresa sabe que el mejorar la gama de productos o los sistemas de distribución pueden ser ocasiones propicias para generar beneficios y crear valor; también puede funcionar el aprovechar mejor las nuevas tecnologías, el renovar la formación del equipo humano de la empresa o seleccionar mejor a los proveedores. Y, por supuesto, hacer inversiones en nuevos equipos que nos permitan colocarnos por delante de la competencia. Pero tenemos que ser conscientes de que crear valor no es fácil: si el lector me permite un tecnicismo: hay que lograr VANes positivos (Valores Actualizados Netos mayores que cero), actuaciones que superen el "coste de oportunidad" (otro tecnicismo). En román paladino: solo crearemos valor si somos capaces de hacer inversiones cuya rentabilidad supere la rentabilidad que ofrece el mercado, y esto, por definición, no es tan fácil. Pero eso es lo que tenemos que lograr entre financieros, ingenieros, expertos en marketing, contables o fiscalistas.

A partir de las teorías de los profesores Franco Modigliani y Merton Miller (reconocidos premios Nobel de economía), los financieros hemos puesto el énfasis, principalmente, en

el activo a la hora de crear valor, es decir en la inversión. Recuerdo un empresario que tras explicar yo estas teorías en un curso de postgrado, me decía: llevas razón Fernando, la creación de valor se debe centrar en la inversión, "una buena inversión incluso puede soportar una mala financiación, pero una mala inversión no es salvable". Con todo existe una posibilidad que, en ocasiones, puede resultar interesante para crear valor: reducir el coste de los fondos, lograr una financiación más barata. Es cierto que, en mercados competitivos y transparentes, cada vez es más difícil tener financiaciones más baratas que el resto, pero en ocasiones se puede conseguir, desde financiaciones especiales hasta productos más estimados por el mercado (es el caso de los bonos verdes, que pueden llegar a colocarse a tipos más reducidos), y siempre es posible encontrar una financiación que, en sus condiciones, se adapte mejor a nuestras necesidades. Siguiendo con las teorías sobre financiación, mi opinión, tal como he comentado en numerosos cursos de grado, postgrado o in company, es que, en la práctica, es posible acercarse a una estructura financiera óptima (la de menor coste de los fondos) aunque por caminos diferentes a los tradicionales (el lector interesado puede ver el capítulo 20 del libro "Finanzas de empresa" accesible desde la bibliografía).

Empresas sostenibles

Vivimos en una sociedad muy preocupada por la sostenibilidad; lo cierto es que muchos nos hemos ido convenciendo de la necesidad de hacer el mundo más sostenible influenciados por nuestra propia experiencia, la realidad que nos rodea y la positiva influencia de intelectuales, científicos y medios de comunicación. Ya en 1987 el informe Brundtland de Naciones Unidas asevera: la sostenibilidad consiste en satisfacer las necesidades de la presente generación sin

comprometer las posibilidades de las futuras generaciones para satisfacer sus propias necesidades. Naciones Unidas completa esta idea en 2015 con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS): “como un llamamiento universal para poner fin a la pobreza, proteger el planeta y garantizar que para el 2030 todas las personas disfruten de paz y prosperidad”. Tenemos, además, en la misma línea, la encíclica del papa Francisco *Laudato Si'*, también publicada en 2015. Y recientemente, en octubre de 2023, ha publicado la exhortación apostólica *Laudate Deum* donde Francisco insiste en la crisis climática.

La sostenibilidad es necesaria (lo insostenible no se puede mantener), y aunque puede dar lugar a algunas exageraciones, todos debemos ser conscientes de la importancia de la crisis climática y los problemas medioambientales en general; también tenemos que ser sostenibles en lo social, no olvidando las dificultades de muchos seres humanos tanto cerca como lejos de nosotros: pobreza, falta de futuro, descontento con su situación individual o comunitaria, conflictos, etc.

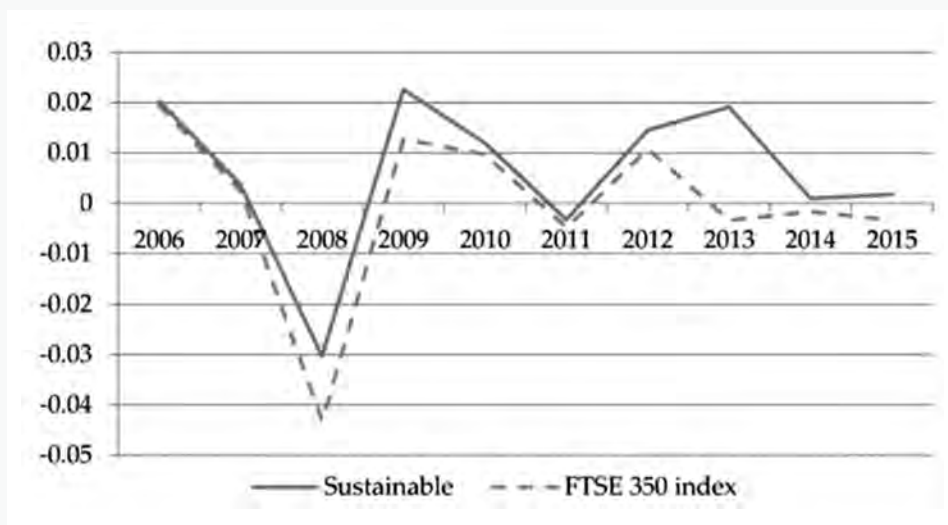
Por eso mantengo con mis colegas Wojciech y Justyna Przychodzen que las empresas sostenibles tienen que serlo en lo financiero, en lo social y en lo medioambiental. Una empresa que no mantenga los equilibrios financieros básicos, no será viable; pero tampoco lo será aquella que no es socialmente responsable (donde debemos incluir la responsabilidad medioambiental). La inviabilidad financiera siempre la hemos entendido, y cada vez más somos conscientes de la necesidad de la RSC (Responsabilidad Social Corporativa). Respecto a la RSC,

una creciente regulación obliga a las empresas a ser responsables. Entre esta regulación hay que destacar toda la que se refiere a conseguir una mayor transparencia, es el caso, por ejemplo, del informe de sostenibilidad: las empresas deben informar de su situación respecto a sus prácticas ASG (Ambientales, Sociales y de buen Gobierno).

Empresas cada vez más transparentes en temas ASG, hacen que el mercado controle la sostenibilidad de la empresa. En efecto, a los clientes o a los inversores no les agrada que la empresa a la que compran o en la que invierten no cumpla unos estándares en sus políticas sociales y medioambientales, lo que le obligará a hacerlo. Pero es que al aumentar la transparencia la sostenibilidad se convierte en una oportunidad para la empresa porque, si presenta un buen desempeño ASG, tendrá más posibilidades de obtener mejor financiación, incrementar sus ventas o ser más apreciada por la sociedad. También sus trabajadores estarán más motivados en una empresa que saben que es sostenible o sus proveedores preferirán trabajar con tal tipo de empresa. La sostenibilidad potencia, sobre todo, relaciones a largo plazo. Todo lo anterior son palancas importantes para crear valor.

Parece razonable pensar que las empresas sostenibles en lo financiero, en lo social y en lo medioambiental sean tan o más rentables que el resto. Esto se puede ver en la figura 1 (ahí se exponen los resultados de un estudio donde se analizan las rentabilidades mensuales de una cartera sostenible y las del conjunto del índice FTSE 350): vemos que las empresas sostenibles caen menos en las caídas y suben más alto en las subidas.

Figura 1



FUENTE: Gómez-Bezares, Przychodzen y Przychodzen, 2016

Lo que aparece en la figura 1 corrobora lo que se recoge mayoritariamente en la literatura: las empresas sostenibles, como media, son tan o más rentables que las que podíamos denominar convencionales. Además, las empresas sostenibles tienden a ser más estables y menos arriesgadas (es razonable pensar que corran menos riesgos). Luego tienen una mejor performance financiera y crean más valor. El invertir en sostenibilidad es una buena forma de crear valor.

Investigaciones recientes han puesto de manifiesto que, en las empresas, a la hora de invertir en sostenibilidad, si queremos optimizar la creación de valor, hay que invertir en lo que es más esencial para la compañía, en aquello que denominamos "material" (entendiendo aquí material como importante, tal como se hace en auditoría). Parece que, si invertimos en los asuntos materiales para el negocio, es como creamos más valor: serán inversiones sostenibles materiales las que tienen más impacto en el valor

de la compañía, y eso depende del tipo de industria de la que estemos hablando. Será así material, en el sector del automóvil, trabajar en el desarrollo de motores que utilicen energías que no contaminen, o en el sector bancario desarrollar procedimientos que permitan conceder créditos a las empresas más sostenibles; una gestora de activos deberá mejorar su oferta de fondos sostenibles, o en empresas donde la innovación es esencial, cuidar que los trabajadores estén motivados para lograr los objetivos propuestos. Las preferencias de los consumidores van en la misma línea, y todo coadyuvará a crear valor.

Será, por el contrario, inmaterial aquello que crea poco valor o incluso destruye valor. Podemos suponer que cuando una empresa de automoción se esfuerza en promocionar la cultura clásica, es fácil que eso no sea material para ella; o lo mismo si un banco trata de apoyar la biodiversidad marina. Se va imponiendo la

idea de que las Inversiones en sostenibilidad deben hacerse en aspectos materiales. Es como decir que las empresas tienen que priorizar su "core business", su negocio principal. Y esto que vale para la sostenibilidad, probablemente vale para todo: para crear valor hay que centrarse en aquello que puede aportar valor, en lo material.

Conclusiones

Las empresas tienen que crear valor, es fundamental que actúen así, aunque sabemos que crear valor no es fácil. Además, deben ser socialmente responsables, ser sostenibles; en primer lugar, por razones éticas: las empresas deben minimizar su impacto medioambiental negativo, ocuparse, en la medida de lo posible, del bienestar de sus trabajadores y clientes, o cuidar la comunidad en la que se insertan. Por otro lado, actuando así, si se hace bien, pueden crear valor. Para hacer esto será importante fijarse en la materialidad de las actuaciones, centrarnos en lo importante.

Esta es una de las muchas formas que tienen las empresas para crear valor, pongamos un ejemplo: supongamos un centro de educación superior, debe ser consciente de que un activo fundamental es su profesorado, al que hay que tener motivado y presto para investigar, enseñar con calidad o divulgar conocimientos. Además, la formación de un académico es larga, igual no nos conviene que nos deje en su plenitud. Una acertada política social que cuide y satisfaga al profesorado, no solo se insertará en la sostenibilidad social, sino que probablemente será una fuente de creación de valor.

Un problema importante para la sostenibilidad es la desigualdad económica entre la población, no es sostenible una desigualdad como la actual (las migraciones, en muchos casos, son un ejemplo). A nivel empre-

sarial, tampoco debe haber grandísimas diferencias salariales, pero este tema se sale ahora del objetivo de este artículo.

No debemos olvidar el problema de agencia: cuando las decisiones las toman directivos ajenos a la propiedad de la empresa, es posible que pongan por delante sus propios intereses, no actuando como leales agentes de los propietarios, este es el problema de agencia. Habrá que trabajar los sistemas de incentivación y control para que los directivos prioricen la creación de valor.

También es fundamental tener una visión de largo plazo en la creación de valor; precisamente hacer a la empresa sostenible en lo financiero, en lo social y en lo medioambiental va en esa línea: las empresas sostenibles trabajan en la creación de valor a largo plazo, y al revés, una empresa con visión de largo plazo tendrá que esforzarse en ser sostenible.

Terminaré con una frase que he leído recientemente en el Diario Responsable:

"Las empresas están comprendiendo que la sostenibilidad no solo constituye una responsabilidad ética, sino también una oportunidad estratégica para generar valor a largo plazo. La integración de prácticas sostenibles en todas las áreas de la empresa, desde la cadena de suministro hasta la gestión de recursos humanos, no solo ayuda a mitigar los riesgos asociados al cambio climático y la escasez de recursos, sino que también impulsa la innovación, mejora la reputación de la marca y fortalece las relaciones con los clientes y las partes interesadas".

Debemos crear valor, hacerlo a largo plazo y de forma sostenible. El futuro de nuestras empresas y de nuestra economía va por ahí.

Bibliografía

Badía, G., Gómez-Bezares, F. y Ferruz, L. (2022): "Are investments in material corporate social responsibility issues a key driver of financial performance?", *Accounting & Finance*, vol. 62, n° 3, septiembre, págs. 3987-4011, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/acfi.12912>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2024): Códigos de Gobierno Corporativo. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/CodigosGovCorp.aspx>

Diario Responsable (2024): "La mayoría de los ejecutivos del IBEX 35 tiene una remuneración por su desempeño en sostenibilidad", 13 de febrero. Disponible en: <https://diarioresponsable.com/noticias/36408-la-mayoria-de-los-ejecutivos-del-ibex-35-tiene-una-remuneracion-por-su-desempeno-en-sostenibilidad>

Francisco (2015): Carta encíclica *laudato si'* sobre el cuidado de la casa común, Libreria Editrice Vaticana, Ciudad del Vaticano. Disponible en: http://w2.vatican.va/content/francesco/es/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html

Francisco (2023): Exhortación apostólica *Laudate Deum* sobre la crisis climática, Libreria Editrice Vaticana, Ciudad del Vaticano. Disponible en: https://www.vatican.va/content/francesco/es/apost_exhortations/documents/20231004-laudate-deum.html

Gómez-Bezares, F. (2012): *Elementos de finanzas corporativas*, Desclée de Brouwer, Bilbao.

Gómez-Bezares, F. (2019): "Sostenibilidad y remuneración de los directivos", *El Economista*, 7 de diciembre, pág. 4. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/opinion-blogs/noticias/10237986/12/19/Sostenibilidad-y-remuneracion-de-los-directivos.html>

Gómez-Bezares, F., Madariaga, J.A., Santibáñez, J. y Apraiz, A. (2013): *Finanzas de empresa*, Deusto Business School y Spri, Bilbao. Disponible en: <http://www.eumed.net/libros-gratis/2013a/1290/>

Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W. y Przychodzen, J. (2016): "Corporate sustainability and shareholder wealth - evidence from British companies and lessons from the crisis", *Sustainability*, vol. 8, n° 3: 276, págs. 1-22. <http://www.mdpi.com/2071-1050/8/3/276>

Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, págs. 305-360.

Naciones Unidas (2015): *Objetivos de Desarrollo Sostenible*, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. Disponible en: <https://www1.undp.org/content/undp/es/home/sustainable-development-goals.html>

Smith, A. (1776): *La riqueza de las naciones*, versión española de Carlos Rodríguez Braun, Alianza Editorial, 1994.

United Nations (1987): *Our common future* (Brundtland report). Disponible en: <https://undocs.org/en/A/42/427>.

Ideas fuerza

En finanzas mantenemos que las empresas tienen que crear valor; deben esforzarse para ello, pues crear valor no es fácil. Y deben hacerlo de una manera sostenible en lo financiero, en lo social y en lo medioambiental.

Es bueno que las empresas utilicen bien sus recursos, sean eficientes y ofrezcan buenos productos y servicios en el mercado, vemos que esto normalmente desembocará en mayores beneficios y mayor valor para la empresa.

El problema (problema de agencia) es que en muchas ocasiones esos directivos anteponen sus objetivos personales al objetivo de crear valor.

Hay muy diferentes oportunidades para crear valor.

Al aumentar la transparencia la sostenibilidad se convierte en una oportunidad para la empresa.

Si queremos optimizar la creación de valor, hay que invertir en lo que es más esencial para la compañía.

La sostenibilidad no solo constituye una responsabilidad ética, sino también una oportunidad estratégica para generar valor a largo plazo.

Fernando Gómez-Bezares Pascual es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto y Doctor Honoris Causa por la Universidad del Salvador de Buenos Aires. Catedrático Emérito de Finanzas en la Universidad de Deusto, ha sido Director del Departamento de Finanzas, Decano de su Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (La Comercial), Vicerrector y Presidente de la Comisión de Doctorado de dicha Universidad, así como Director de varios postgrados. Es Profesor Visitante en diferentes universidades en Europa y América, y Profesor Honorario de la Universidad del Salvador. Autor de 26 libros y numerosos artículos científicos y divulgativos, ha publicado sus investigaciones en algunas de las más prestigiosas revistas científicas. También ha sido Codirector del Boletín de Estudios Económicos y Cofundador y primer Presidente de la Asociación Española de Finanzas. Fue durante 12 años miembro del Consejo de Administración de BBVA Asset Management, también lo fue del de CajaRioja, y ha sido responsable de varios Planes Estratégicos de ámbito regional en La Rioja. En 2017 fue nombrado Economista Gran Reserva por el Colegio de Economistas de La Rioja. Además, colabora activamente con Spainsif.