

CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA

Guillermo de la Dehesa
Director del Instituto de Estudios
Económicos de Galicia Pedro Barrié de la Maza

Hace unos días celebramos en el Instituto de Estudios Económicos de Galicia Pedro Barrié de la Maza un excelente seminario sobre la creación de valor para el accionista (CVA) en las empresas.

La larga tradición jurídica de la Europa Continental había establecido que el objetivo de los administradores de una empresa era el interés social. Dicho interés se entendía como un interés societario, es decir, que busca una armonía entre los intereses, a menudo divergentes, entre los distintos grupos de interés (stakeholders) de una sociedad, clientes, accionistas, trabajadores y suministradores.

Sin embargo, poco a poco se va imponiendo el modelo anglosajón en el que el objetivo de los administradores de una empresa es maximizar el valor para los accionistas (stock holders o share holders). El concepto del CVA es que una empresa añade valor si consigue que el rendimiento del capital sea superior al coste del capital y se calcula hallando el valor presente de los flujos de caja futuros descontados al costo medio del capital y restándole los recursos ajenos.

¿Porqué se ha impuesto el modelo CVA?. Fundamentalmente por los mercados financieros. Por un lado la inversión se ha institucionalizado cada vez más. Se ha pasado de un número relativamente pequeño de personas ricas que invertían directamente en las bolsas de valores y, en general, en los mercados de capitales, a millones de ciudadanos que invierten sus ahorros en fondos de pensiones y de inversión para que personas experta los inviertan a su vez por cuenta de ellos y obtengan el máximo valor posible para su participación en dichos fondos. Dichos inversores institucionales que gestionan los fondos reclaman, asimismo, a los administradores de las empresas que generen el máximo valor para dichas inversiones. El dividendo pierde claramente peso frente a la apreciación del valor de la acción que es lo que incrementa del valor de dichos fondos.

Por otro lado, la presión que ponen los analistas e inversores expertos de dichos fondos sobre los administradores en cuanto a transparencia y calidad de la información y su gestión hace que las empresas gestionadas bajo dichos parámetros sean más eficientes que las que se financian por el método tradicional del crédito o de la reinversión de beneficios cuando sus accionistas son entidades bancarias y familiares, como ha ocurrido hasta hace poco en Europa Continental. Al ser más eficientes las empresas regidas por el principio del CVA, estas desplazan o compran a las menos

eficientes bien porque son más competitivas o porque consiguen tener mayor capitalización bursátil que las otras.

Por último, este sistema ha permitido que mejore la gestión de las empresas cotizadas ya que dichos inversores institucionales están dispuestos a vender masivamente las acciones de la empresa mal gestionada, haciéndola vulnerable a una OPA o, incluso, a ejercer sus derechos políticos en la Junta General y cambiar a los administradores.

Entonces ¿qué pasa con los otros grupos interesados o stakeholders de la empresa como los trabajadores, los clientes o los suministradores? ¿No se les tiene ya en cuenta frente al accionista que es el único que participa de la creación de valor?

Respecto de los trabajadores de la empresa, los inversores institucionales saben que sólo las empresas que tienen los recursos humanos más valiosos son los que pueden crear mayor valor, luego presionarán a los administradores para que atraigan a los trabajadores mejores y más cualificados y para que se les de el mayor volumen de formación e información posible.

¿Qué instrumento se utiliza par atraerlos y fidelizarlos?. Primero pagarlos bien y además darles opciones sobre las acciones de la empresa, o bien directamente, pagarles parte de la remuneración directamente en acciones. De esta manera se alinean los intereses divergentes entre los accionistas y los trabajadores y estos últimos pasan a participar directamente en la maximización del valor de la acción. De ahí que en los países pioneros en el desarrollo del CVA todos o buena parte de los trabajadores de las empresas cotizadas son accionistas suelen ejercer colectivamente

El verdadero problema que plantea el desarrollo de las opciones sobre acciones o de las acciones como forma de compensación es que no se haga de forma generalizada o con grandes diferencias ente unos trabajadores y otros y se provoque una fuerte desigualdad lo que provoca tensiones dentro de la empresa, que hay que evitar a toda costa.

En definitiva, el modelo anglosajón del CVA se está imponiendo porque se está mostrando claramente superior en términos de eficiencia y de transparencia en la gestión y en términos de gobierno de la empresa que el tradicional y menos transparente de los núcleos duros bancarios y familiares de las empresas en Europa continental. Ahora bien, conviene que tenga un marco regulatorio que evite que se llegue a situaciones de desigualdad retributiva como ha ocurrido ya en Estado Unidos y el Reino Unido, donde algunos administradores han conseguido acumular verdaderas fortunas en empresas que han creado mucho valor de las que no se han beneficiado de sus otros

trabajadores. Toda empresa debe de intentar compatibilizar el valor económico para los accionistas con el valor humano para los trabajadores.