

42 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 22 y 23, 2022

El valor que creamos

Valor de la empresa para los propietarios en la perspectiva del valor para todos los *stakeholders*

Ricardo A. Fornero

Universidad Nacional de Cuyo

SUMARIO

1. Introducción: El cristal con que se mira
2. El valor transable y los valores: ¿A qué valor se refiere la creación de valor?
3. Creación de valor, estrategia y prioridades en la sociedad
4. Cuatro elementos del valor de la empresa
5. La construcción del valor integrado
6. Conclusión: El negocio de la sostenibilidad

Resumen

Se analiza la relación entre el valor para accionistas y la generación y distribución del valor de la empresa para todos los *stakeholders*. Para esto se considera el marco de la gestión estratégica en que se basa la valuación (como estimación del valor transable de la empresa), así como el impacto de las prioridades sociales que se identifican en el contexto de las actividades de la empresa. En función de estos aspectos se evalúan las propuestas de medidas alternativas de un valor sostenible (social y ambiental) como guía de la valuación y las decisiones de la empresa.

1. Introducción: El cristal con que se mira

Al considerar los criterios de las decisiones de asignación de recursos en la empresa se ha difundido una línea discursiva basada en la oposición entre el valor para los accionistas y el valor para todos los *stakeholders*.¹ La noción de *stakeholders* tiene una amplitud variable, desde los interesados directamente relacionados con la empresa hasta los que se consideran *stakeholders* indirectos, incluyendo las generaciones futuras. Esto habilita diferentes énfasis en los aspectos sociales y ambientales que deberían considerarse en las decisiones de asignación de recursos.

En este ensayo se propone un recorrido que pone en relación el valor transable (o potencialmente transable) de la empresa, que es una noción financiera central, con la creación de valor por las actividades de la empresa para todos los *stakeholders*.

Para esto se considera la noción de creación y captura de valor en que se basan los enfoques de la gestión estratégica y la teoría de la empresa. A partir de esta noción puede considerarse el impacto estimado de esa creación de valor en el valor transable de los títulos de la empresa. Esa estimación refleja los juicios acerca del desempeño de la empresa y el modo en que serían evaluados con las prioridades sociales en el contexto en que se desarrollan las actividades. La valuación, entonces, considera cómo influyen las prioridades relevantes en la percepción del riesgo al que está expuesto el flujo de rentas para los accionistas.

Es sabido que la valuación se realiza dentro de una nube de estimaciones acerca de todos los aspectos significativos de la empresa. En ese proceso se suelen considerar varios tipos de efectos. En este ensayo se agrupan en cuatro: el valor por los recursos invertidos, el valor por las redes y asociaciones, el valor de la flexibilidad y el valor de las externalidades.

Estos cuatro elementos tienen interacciones que se originan en el diseño estratégico del negocio, en la distribución del valor creado, en la estabilidad de la organización por los respectivos compromisos y en la imagen resultante de la empresa. Este conjunto es el que se expresa finalmente en la estimación del valor transable.

¹ Las dimensiones de la noción de *stakeholders* y su relación con los objetivos de la empresa se comenta en Ricardo A. Fornero, *El interés en los interesados: Capitalismo de stakeholders y el "objetivo financiero de la empresa"*. 41 Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 2021, 207-247.

Las prioridades sociales relevantes son el marco en que se evalúan las consecuencias (reales o imaginadas) de las actividades de la empresa. Por esto, al considerar la evaluación con ese marco, en la estimación del valor transable queda incluido el impacto del valor para todos los *stakeholders*.

Se han propuesto metodologías que consideran por separado el efecto de la internalización de las externalidades en la ganancia (y, por ende, en la evaluación de las decisiones y en la estimación del valor de la empresa). Estas propuestas derivan de una concepción de lo que se presenta como un valor sostenible de la empresa y de lo que *deberían ser* las prioridades de la sociedad, aunque no sean las prioridades que pueden reconocerse en el contexto de las actividades de la empresa.

En este ensayo se comentan los principales aspectos de estas metodologías, específicamente los denominados valor verdadero (*true value*) o valor integrado. Se consideran también las dificultades para conciliar el valor transable de la empresa con el resultado de estas mediciones separadas de un valor social y un valor ambiental. Se sugiere que tales cálculos pueden tener utilidad en la comunicación, al menos para algunos fines estratégicos, pero que no abordan aspectos diferentes a los que serían considerados en las estimaciones de valor transable.

Hay una larga práctica de valuaciones considerando los fundamentos del flujo de fondos de la empresa en sus dimensiones de magnitud y riesgo. La primera aplicación de esta forma de valuar títulos de capital se realiza en 1720, en la época de la burbuja de la South Sea Company.² Los conceptos económicos y financieros que se han desarrollado y en los que se apoya esa práctica no han disminuido las dificultades que existen para formular una buena estimación del valor transable (es decir, para realizar una buena valuación).

Se puede reflexionar sobre la siguiente anécdota. A la reunión anual del Banco Central Europeo, realizada en Sintra (Portugal) los últimos días de junio de 2022, asistió como invitado el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Jerome Powell. En un panel realizado el 29 de junio, Powell dijo con referencia a la crisis inflacionaria de 2022: “Creo que ahora entendemos mejor lo poco que entendemos la inflación” (*I think now we understand better how little we understand about inflation*). Señaló que la economía global ahora “es impulsada por fuerzas muy diferentes” a las que predominaban hace sólo tres años y es posible que las presiones desinflacionarias de las últimas décadas hayan desaparecido para siempre.³

Haciendo un paralelo se puede expresar que, en comparación con lo que ocurría en los inicios, en el siglo XVIII, ahora entendemos mejor lo poco que entendemos el valor transable. Es decir, lo que afecta la valoración de los títulos en el mercado, en la parte que deberíamos considerar al realizar la valuación.

² Puede verse William P. Deringer, *Calculated Values: The Politics and Epistemology of Economic Numbers in Britain, 1688-1738*, Tesis doctoral Princeton University, 2012, especialmente cap. 5. Un resumen del tema en Ricardo A. Fornero, *Cronología ilustrada de las finanzas*, Parte I, 2015, págs. 745-746.

³ Carolynn Look & Bryce Baschuk, *A new inflation era leaves Powell and Lagarde seeking answers*, Bloomberg News, Jun 29, 2022, en sitio web www.bnnbloomberg.ca. También puede verse Ben Winck, *Fed Chair Powell warned that sky-high inflation could turn permanent. It's the opposite of what he said a year ago*, en sitio web businessinsider.com, Jun 29, 2022.

2. El valor transable y los valores: ¿A qué valor se refiere la creación de valor?

2.1 Valor transable (o potencialmente transable)

La noción relevante de valor en finanzas es el valor transable: el precio de un título, de una participación de capital, de una empresa o de sus partes. Esta noción se extiende al análisis para decisiones, es decir, la estimación del efecto que las decisiones del negocio o de su financiamiento tendrán en el valor transable.

Con esta base, la *valuación* es el cálculo con el que se estima ese valor transable. Los precios de las transacciones de capital son resultado de procesos de *valoración* (en transacciones de mercado o en transacciones negociadas entre las partes). La palabra *valoración* es el mejor equivalente en español de *pricing*, la determinación de precio. Con el par *valoración-valuación* se distingue el valor que surge en el proceso de transacción (*pricing*) del valor que resulta de un cálculo (*valuation* o *appraisal*).

Si la valuación está bien hecha, la estimación en que consiste tiende a ser la cifra que se manifiesta como precio de un título, de un activo o de una empresa. Es una estimación de lo que alguien está o estaría dispuesto a pagar en una transferencia de propiedad o una transacción de capital.

La valuación, por tanto, está vinculada con la valoración: requiere el reconocimiento (en el cálculo) de los factores que influirán en el precio al que se pueden transar los títulos (o el capital en una transferencia de bloque o del control societario).

El valor transable no sólo se refiere a una transacción inmediata sino principalmente al precio que prevalecerá con una perspectiva de plazo razonable (es decir, sin reflejar las oscilaciones o los ciclos que tienen los precios en el mercado financiero). Es, en ese sentido, un *valor potencialmente transable*. La valuación es una estimación de este valor relevante.

Hay, entonces, tres magnitudes que pueden considerarse relacionadas con el valor transable de la empresa: el precio de sus títulos en el mercado financiero (la perspectiva de inversores financieros), el precio de una transacción de control (la perspectiva de un comprador estratégico) y la estimación de ese valor antes de que se realicen las transacciones correspondientes. Este último es el resultado del cálculo que se denomina valuación.

Parece razonable pensar que los precios de los títulos se relacionan con el flujo de excedentes de los activos, ya que los títulos representan derechos sobre los mismos. Por tanto, se considera que los precios reflejan el flujo de fondos que genera el funcionamiento de la empresa, actualizado con una tasa periódica y reconociendo el riesgo, es decir, la posibilidad de que se produzca realmente el flujo estimado de importes periódicos. Los factores que influyen en el precio pueden estar relacionados con la magnitud o la variabilidad del excedente financiero estimado.

Por esto, se considera que el valor que se determina en una valuación puede calcularse con el flujo de fondos que genera el objeto de valuación: es la suma del valor actual de los importes periódicos estimados.

Hay distintas formas de expresar los componentes de ese cálculo de importes actualizados, es decir, de expresar los importes periódicos y la tasa periódica de rendimiento requerido. Esas diferentes técnicas, si son consistentes, no deberían afectar el resultado.⁴

La expresión formal se basa en el excedente periódico estimado de la empresa (FF_t) que será relevante para los inversores y la tasa de rendimiento requerido (k), con un tratamiento congruente del financiamiento de la empresa (deuda/capital). Para los fines de este ensayo es suficiente recordar una forma condensada de ese cálculo:⁵

$$V = \frac{FF_t}{k - g}$$

En esta ecuación, FF_t expresa los excedentes devengados (ganancia) y los requerimientos de inversión para mantener una tasa g de crecimiento de FF_t . El rendimiento requerido k incluye una compensación por el riesgo al que están expuestos los financiadores. El valor V es una estimación de un precio al que pueden transarse los derechos sobre los activos de la empresa.

Valor transable y monetización económica. Estas precisiones son necesarias para distinguir el valor transable de otros cálculos que también se realizan con importes periódicos actualizados. Es frecuente que se empleen valores así calculados para *monetizar* determinados efectos o magnitudes económicas. Con esta monetización se determina una cifra, a la que se denomina también valor, que representa un flujo de impactos económicos.

Un ejemplo es el cálculo de un valor económico en función de las expectativas de beneficios relacionados con un activo. Estos pueden ser beneficios que son apropiables por un inversor en particular (y el valor así calculado se denomina *valor de inversión*). También se puede calcular así la expresión del bienestar que un inversor obtiene por realizar algún tipo de inversión, más allá del flujo de excedentes financieros que puede estimarse. Y también se calcula de este modo el valor económico de las externalidades relacionadas con las actividades que se realizan.

El cálculo de estos valores tiene complejidades específicas, y puede ser difusa su relación con el valor transable de los activos que se consideran. No deben confundirse las diferencias que resultan de conjuntos de expectativas diferentes acerca de los mismos hechos, de la consideración o ponderación de elementos o hechos distintos a los que impulsan el valor transable.

En todos estos casos, debe considerarse con cuidado la comparabilidad del resultado de estos cálculos con el valor transable (comparabilidad en el sentido de que esos valores se pueden sumar o restar). Algunos de esos valores pueden expresar ilusiones y otros pueden ser fuente de desilusiones.

Vamos a explorar en detalle el sentido financiero que tienen las mediciones de valor para los *stakeholders* (interesados o partes interesadas). Algunas de estas mediciones se refieren a impactos en el valor transable de los títulos de la empresa: suele denominarse valor para accionistas o, en general, para propietarios. Otras mediciones de valor, cuando se calculan, son una monetización del valor atribuible a los demás *stakeholders*.

⁴ Una explicación detallada puede verse en Ricardo A. Fornero, *Criterios para determinar el valor económico*. En César Albornoz y Gustavo Tapia (Ed), *Tratado de finanzas*, 2017, págs. 83-124.

⁵ Una explicación detallada de las alternativas de la expresión puede verse en Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels, *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 7th Ed, 2020, págs. 177-204.

2.2 Creación de valor en una primera aproximación

Como primera aproximación puede considerarse a la empresa con la perspectiva basada en recursos (*resource-based view*) y como un conjunto de nexos contractuales con los *stakeholders* que están directamente relacionados con las operaciones. En este sentido, se considera que los *stakeholders* son los “individuos o grupos que crean y capturan valor económico en su interacción con la empresa”⁶. Es oportuno recordar que, si bien se plantean tipos de *stakeholders* (clientes, proveedores, etc.) estas no son unidades internamente homogéneas: los intereses de los interesados así tipificados suelen ser diversos.

El análisis de la creación y la apropiación de valor puede realizarse retomando las nociones clásicas de valor de uso y valor de cambio.⁷ El *valor de uso* es la evaluación subjetiva de los participantes (por ejemplo, los clientes) y el *valor de cambio* es el precio de las transacciones. La empresa adquiere recursos (que tienen un costo de oportunidad para los suministradores) y los transforma en productos que vende a los clientes, creando valor de uso para éstos.

Es importante señalar que en la literatura sobre estrategia y dirección de la empresa la denominación *valor* se refiere a lo que los *stakeholders* obtienen de la empresa. Es el sentido, por ejemplo, de la expresión usual de *creación de valor para el cliente*. Entonces, ese valor no es la suma actualizada de un flujo de importes periódicos sino el fundamento que tienen esos importes. En este contexto se denomina *renta de los stakeholders*.

En una valuación, la estimación de esas rentas es la base para determinar los importes periódicos en el horizonte relevante de la empresa. En el análisis financiero el resultado de ese cálculo se denomina valor para accionistas (*shareholder value*) y la medición de los efectos de una estrategia competitiva se denominan *creación de valor para accionistas*.⁸ Esta creación de valor para accionistas depende de la creación de valor de la empresa y su apropiación por los *stakeholders*.

Brandenburger & Stuart⁹ definen el valor total creado por la empresa como la diferencia entre la disposición a pagar y el costo de oportunidad de los *stakeholders*. Es el valor que la empresa crea con los recursos por encima del valor económico que tienen, en función de los usos alternativos en la sociedad.

Los precios que pagan los clientes a la empresa o cobran a la empresa los poseedores de recursos (en forma genérica), es decir, el valor de cambio, son resultado de las negociaciones. El valor creado se distribuye entre los *stakeholders* según esos precios: la renta de cada uno (lo

⁶ Roberto Garcia-Castro & Ruth V. Aguilera, *Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders*. Strategic Management Journal, 2015, 36: 138.

⁷ Cliff Bowman & Véronique Ambrosini, *Value creation versus value capture: Towards a coherent definition of value in strategy*. British Journal of Management, 2000, 11: 1-15.

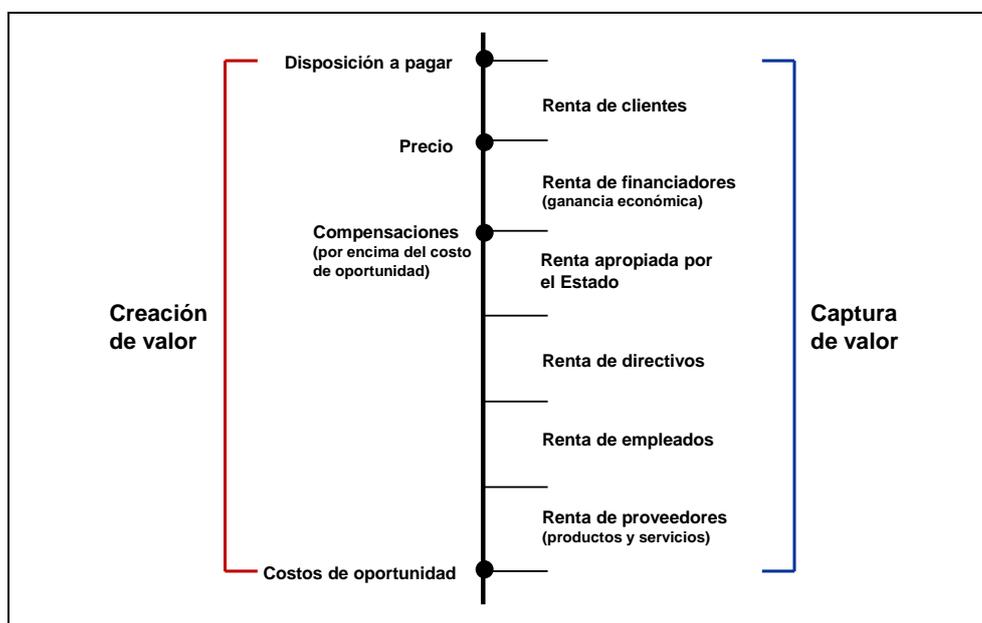
⁸ La expresión *creación de valor para accionistas* (o *para el accionista*) se difunde con la exposición metodológica de Rappaport en los años 1980: Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value: The new standard for business performance*, 1986. Una extensión inicial del enfoque de valor para el accionista en la evaluación y el control estratégico puede verse en Ricardo A. Fornero, *El valor del negocio*, Alta Gerencia, 1993, N° 20: 97-121 y N° 21: 231-246.

⁹ Adam M. Brandenburger & Harborne W. Stuart, *Value-based business strategy*. Journal of Economics and Management Strategy, 1996, 5 (1): 5-24.

que obtiene por encima del costo de oportunidad) surge porque la empresa crea ese valor con su operación (podría decirse, con su existencia).¹⁰

García-Castro & Aguilera se basan en esta forma de especificar la creación de valor para considerar la participación de los *stakeholders* directamente relacionados con la empresa. Con un enunciado simplificado expresan (pág. 138): “Los clientes obtienen más valor cuando aumenta su disposición a pagar por el producto o cuando disminuye el precio pagado a la empresa. Los proveedores capturan más valor cuando sus costos de oportunidad disminuyen o aumentan los costos de compra para la empresa”. En la ilustración 1 se muestra un esquema de esta aproximación a la creación y apropiación de valor. Cabe mencionar que la captura de rentas por los *stakeholders* está representada en el esquema con segmentos iguales sólo para su enunciación. En cada situación las magnitudes relativas seguramente serán distintas, tal como se explica a continuación.

Ilustración 1: Esquema simplificado de creación y apropiación de valor de la empresa ¹¹



¹⁰ En 1996, Brandenburger & Stuart planteaban que la teoría de juegos cooperativos es el instrumento más adecuado para el análisis de la estrategia empresarial en términos de la búsqueda de creación de valor y las oportunidades de apropiación de valor. Enfatizaron entonces que el enfoque analítico de la organización sectorial (*industrial organization*), que tendía a centrarse en la teoría de juegos no cooperativos, no es fácilmente aplicable a situaciones que no están estructuradas en cuanto a su desarrollo, como es el caso de muchas de las situaciones de negocios.

¹¹ Adaptado de Adam M. Brandenburger & Harborne W. Stuart, *Value-based business strategy*. Journal of Economics and Management Strategy, 1996; y de Roberto García-Castro & Ruth V. Aguilera, *Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders*. Strategic Management Journal, 2015.

El valor creado es todo el rango entre la disposición a pagar de los clientes y los costos de oportunidad de los otros *stakeholders* considerados. “La negociación entre los jugadores determina la división del valor”¹². Los clientes capturan la diferencia entre su disposición a pagar y el precio; los otros *stakeholders* (en este esquema simplificado, directivos, empleados, proveedores de bienes y servicios), capturan la diferencia entre los pagos que negocian y su costo de oportunidad. Los financiadores obtienen la ganancia económica (o ganancia residual por encima del costo de capital). Y el Estado se apropia de una parte de la renta relacionada con las actividades de la empresa.

Tabla 1: Ejemplo de creación y apropiación de valor en un esquema simplificado

<table border="1"> <tr> <td>Disposición a pagar</td> <td>1120</td> </tr> <tr> <td>Costos de oportunidad</td> <td>700</td> </tr> </table>		Disposición a pagar	1120	Costos de oportunidad	700	Creación de valor 420																		
Disposición a pagar	1120																							
Costos de oportunidad	700																							
Costos de oportunidad	<table border="1"> <tr> <td>Financiadores</td> <td>80</td> </tr> <tr> <td>Directivos</td> <td>70</td> </tr> <tr> <td>Personal</td> <td>230</td> </tr> <tr> <td>Proveedores</td> <td>320</td> </tr> </table>	Financiadores	80	Directivos	70	Personal	230	Proveedores	320	<table border="1"> <tr> <td>Captura de valor</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Renta de clientes</td> <td>120</td> </tr> <tr> <td>Renta de financiadores</td> <td>30</td> </tr> <tr> <td>Renta apropiada por el Estado</td> <td>200</td> </tr> <tr> <td>Renta de directivos</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>Renta de personal</td> <td>30</td> </tr> <tr> <td>Renta de proveedores</td> <td>30</td> </tr> </table>	Captura de valor		Renta de clientes	120	Renta de financiadores	30	Renta apropiada por el Estado	200	Renta de directivos	10	Renta de personal	30	Renta de proveedores	30
	Financiadores	80																						
	Directivos	70																						
	Personal	230																						
Proveedores	320																							
Captura de valor																								
Renta de clientes	120																							
Renta de financiadores	30																							
Renta apropiada por el Estado	200																							
Renta de directivos	10																							
Renta de personal	30																							
Renta de proveedores	30																							
Resultado de operaciones con precios y costos contratados	<table border="1"> <tr> <td>Ingresos por ventas</td> <td>1000</td> </tr> <tr> <td>Costos de bienes</td> <td>350</td> </tr> <tr> <td>Remuneraciones directivos</td> <td>80</td> </tr> <tr> <td>Remuneraciones personal</td> <td>260</td> </tr> <tr> <td>Total costos de la empresa</td> <td>690</td> </tr> <tr> <td>Impuestos</td> <td>200</td> </tr> <tr> <td>Ganancia</td> <td>110</td> </tr> <tr> <td>Costo de capital</td> <td>80</td> </tr> <tr> <td>Ganancia económica</td> <td>30</td> </tr> </table>	Ingresos por ventas	1000	Costos de bienes	350	Remuneraciones directivos	80	Remuneraciones personal	260	Total costos de la empresa	690	Impuestos	200	Ganancia	110	Costo de capital	80	Ganancia económica	30					
Ingresos por ventas	1000																							
Costos de bienes	350																							
Remuneraciones directivos	80																							
Remuneraciones personal	260																							
Total costos de la empresa	690																							
Impuestos	200																							
Ganancia	110																							
Costo de capital	80																							
Ganancia económica	30																							

Entonces, la creación de valor de la empresa, que es el impacto de la empresa en la economía, se relaciona con la apropiación o captura de valor en las interacciones con esos *stakeholders* que tienen derechos sobre las rentas generadas. Puede verse como “un juego en dos etapas: la generación de rentas es la primera etapa y la apropiación de rentas es la segunda”. “Una empresa genera renta neta cuando todos los *stakeholders* reciben una compensación suficiente para mantenerlos en el nexo contractual (en comparación con su costo de oportunidad) y algunos pueden obtener más de lo que se necesitaría para mantenerlos”: es la renta de esos *stakeholders*, usualmente originada en recursos y capacidades que son específicos de la empresa, “causalmente ambiguos y socialmente complejos”.¹³

¹² Brandenburger & Stuart señalan que, en términos analíticos, se supone que “ya se ha resuelto el problema de la negociación fuera del juego que se está considerando”. Adam M. Brandenburger & Harborne W. Stuart, *Value-based business strategy*. Journal of Economics and Management Strategy, 1996, 5 (1): 9.

¹³ Russell W. Coff, *When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power*. Organization Science, 1999, 10 (2): 121

Las rentas así determinadas no son un conjunto estático. De modo genérico, algunas rentas pueden asimilarse a lo que se denomina *renta ricardiana* (por David Ricardo), relativamente permanentes y relacionadas con las características de exclusividad y escasez de los bienes. Y otras rentas se aproximan a la denominada *renta schumpeteriana* (por Joseph Schumpeter): se originan en la innovación y su magnitud depende de la imitación que se produzca, es decir, que son transitorias en mayor o menor grado.¹⁴

Cabe destacar que las nociones de *disposición a pagar* y *costo de oportunidad* son relativamente fáciles de comprender pero suelen ser difíciles de especificar en concreto. El precio que el cliente está dispuesto a pagar no puede considerarse aislado “de las necesidades más amplias y las circunstancias económicas del cliente, o de la conciencia del consumidor de las ofertas de la competencia”, señalan Bowman & Ambrosini.

La disposición a pagar de un consumidor final es la base de la noción económica de excedente del consumidor. La disposición a pagar de un comprador industrial, por ejemplo, de un equipamiento, puede expresarse según el menor costo operativo que el mismo permitiría. Brandenburger & Stuart concluyen: “Sea fácil o difícil de calcular, la disposición a pagar siempre es un ingrediente en la creación de valor.”

Por su parte, el costo de oportunidad subyace en las transacciones que los individuos o las organizaciones acceden realizar con la empresa: es la evaluación que hacen los poseedores de recursos, en el momento del compromiso con la empresa, de las alternativas a las que han renunciado. Esta magnitud no se explicita sino que se manifiesta indirectamente en la negociación. “Exactamente qué división del valor resultará de la negociación entre el comprador y la empresa y entre la empresa y el proveedor es algo que depende de qué tan ‘duro’ como negociador sea cada jugador: qué tan persistente, qué tan bueno para farolear, etc.”¹⁵

A veces se interpreta que la maximización del valor para accionistas como criterio de decisión implica capturar todo lo que sea posible del valor creado por la empresa. Sin duda el aumento de renta de unos *stakeholders* implica la disminución de la renta de otros, como resultado de la negociación. Este es el campo de estudio de la gestión estratégica, que apunta a evaluar las condiciones de estabilidad de la coalición organizativa, es decir, su potencial de creación de valor en el tiempo (la sostenibilidad de la ventaja competitiva). La magnitud relativa de las rentas para *stakeholders* por la distribución del valor creado afecta ese potencial, tanto en magnitud como en riesgo.

Resumiendo esta descripción, la noción habitual de valor añadido o agregado (*added value*) es una expresión basada en el valor creado por la empresa. El *valor añadido* se aproxima a un sentido contable: se define a partir de los ingresos (precios) menos todos los costos (incluyendo

¹⁴ Peteraf & Barney explican: “Por ejemplo, un proceso de producción recién inventado es un recurso escaso antes de su difusión. El hecho de que permanezca escaso y por cuánto tiempo depende de su tasa de difusión.” “Si el proceso es de naturaleza específica de la empresa, de modo que no se puede utilizar fácilmente en otros entornos, puede seguir siendo escaso. Por otro lado, si es fácil de observar y copiar, no permanecerá escaso por mucho tiempo.” “Si el recurso puede ser imitado, al menos en principio, las rentas son schumpeterianas y es probable que duren poco. Si existen barreras a la imitación, entonces las rentas son ricardianas y pueden ser más duraderas.” Margaret A. Peteraf & Jay B. Barney, *Unraveling the resource-based tangle*. Managerial and Decision Economics, 2003, 24: 318.

¹⁵ Adam M. Brandenburger & Harborne W. Stuart, *Value-based business strategy*. Journal of Economics and Management Strategy, 1996, 5 (1): 11.

el costo de capital) en que incurre la empresa. En la explicación anterior se ha denominado renta de financiadores: su estimación es el fundamento del flujo de fondos para accionistas en el horizonte relevante de la empresa, con el cual se realiza la valuación (estimación del valor transable).

El *valor creado* es una noción estrictamente económica, ya que la creación de valor se produce cuando la disposición a pagar es mayor que la medida de los usos alternativos de los recursos. Ese valor es capturado por los *stakeholders* con la forma de las diferentes rentas que se comentaron. Se puede realizar una monetización del flujo de rentas estimado en un determinado período, y expresar de este modo un valor con fundamento multiperiodico. Este valor para los *stakeholders* distintos a los financiadores no debe considerarse que es un valor transable: sólo lo es cuando es posible emitir derechos o títulos sobre el correspondiente flujo de rentas.¹⁶

2.3 Interpretaciones de la creación de valor

Kraaijenbrink & Spender¹⁷ explican que la teoría de la empresa es contingente al modo de creación de valor: no hay una forma única de hacerlo. “Las empresas difieren en la forma en que crean valor. Algunas derivan su valor de la eficiencia o la anticipación inteligente, otras de la integración o la alineación efectiva de actividades, y otras de recursos valiosos o de juicios creativos sobre los atributos de los recursos que tienen o pueden obtener.” Ellos comparan las diversas formulaciones que se han realizado, desde la consideración prioritaria de los recursos que reúne la empresa hasta la actuación alineada de los *stakeholders*. En la tabla 2 se muestran las características de creación de valor según los principales enfoques de la empresa.

La empresa puede verse como un sistema de creación de valor a través de los aspectos que destacan estos enfoques o perspectivas. Kraaijenbrink & Spender reflexionan que este sistema se caracteriza por la oferta y la demanda de valor.

La oferta de valor puede considerarse que resulta de características de los recursos de que se dispone (algo que se descubre y que se extrae de ellos), o bien que es un atributo de los recursos reconocido subjetivamente por los clientes (los recursos y las capacidades, así como los productos y los servicios de una empresa, “no son valiosos por sí mismos, solo si alguien percibe la posibilidad de hacerlos valiosos y realmente los hace valiosos”).¹⁸

La demanda de valor puede considerarse que es algo existente, que se anticipa o prevé (una necesidad insatisfecha que hay que descubrir y organizar las actividades de la empresa para satisfacerla. O bien puede pensarse que la demanda de valor no es preexistente, sino que se crea al ofrecer determinado producto o servicio. Por ejemplo, es sabido que con las actividades de

¹⁶ Puede verse un análisis de los límites de la emisión de derechos transables en Sanford J. Grossman, *Dynamic asset allocation and the informational efficiency of markets*. Journal of Finance, 1995, 50 (3): 773-787. (Traducción al español con el título *Asignación dinámica de activos y eficiencia de los mercados*, Cuadernos de Finanzas 33, SADAF)

¹⁷ Jeroen Kraaijenbrink & J.-C. Spender, *Theories of the firm and their value creation assumptions*. 31st Strategic Management Society (SMS) Annual International Conference 2011.

¹⁸ Puede verse Nicolai J. Foss, Peter G. Klein, Yasemin Y. Kor & Joseph T. Mahoney, *Entrepreneurship, subjectivism, and the resource-based view: Toward a new synthesis*. Strategic Entrepreneurship Journal, 2008, 2: 73-94.

Tabla 2: Formas de creación de valor en las teorías de la empresa ¹⁹

	La empresa crea valor ...
<i>Enfoque de costos de transacción</i>	Al reducir los costos en comparación con el mercado
<i>Teoría de la burocracia</i>	Con la estandarización y las reglas que ayudan a satisfacer las necesidades previstas
<i>Perspectiva basada en el conocimiento</i>	Al combinar e integrar, con reglas y rutinas, el conocimiento tácito especializado de los individuos
<i>Perspectiva basada en recursos</i>	Al obtener recursos (que sean inherentemente valiosos, en el sentido de raros e inimitables) a un precio más bajo que ese valor
<i>Enfoque de la cadena de valor</i>	Por la mejora y la alineación de las actividades
<i>Teoría conductual de las organizaciones</i>	Al compensar las limitaciones cognitivas de los individuos, lo que permite decisiones más racionales
<i>Teoría de stakeholders</i>	Al alinear y sintetizar el interés de todos los <i>stakeholders</i> involucrados
<i>Teoría austríaca de la empresa</i>	Porque permiten reunir los juicios de varios individuos y así enfrentar mejor la incertidumbre inherente al descubrimiento y la satisfacción de necesidades
<i>Enfoques emprendedoriales y perspectiva schumpeteriana</i>	Por la creación de una demanda mediante la innovación: los empresarios desarrollan las empresas como un instrumento para hacer realidad sus visiones

marketing, e incluso con la disponibilidad de productos y servicios, las empresas influyen en las necesidades y deseos de los clientes.

Entonces, en la expresión de Kraaijenbrink & Spender, esto significa que la empresa “participa en la creación tanto de la oferta como de la demanda de valor, con lo que, en gran medida, las empresas dan forma tanto a lo que los *stakeholders* quieren como a lo que pueden obtener”.

Es necesario considerar el aspecto normativo de la actividad de la empresa, ya que la empresa no sólo busca identificar la demanda de valor sino también afectarla con sus actividades.

Los stakeholders y lo que debería ser valioso. David Graeber ²⁰ recuerda que en un sistema social los valores son “las concepciones de aquello que en última instancia es bueno, apropiado

¹⁹ Basado en Jeroen Kraaijenbrink & J.-C. Spender, *Theories of the firm and their value creation assumptions*, 2011.

²⁰ David Graeber, *Hacia una teoría antropológica del valor: La moneda falsa de nuestros sueños*, 2018, págs. 37-48. (Edición original *Toward an anthropological theory of value: The false coin of our own dreams*, 2001)

o deseable en la vida humana”. Comentando la noción de valores que planteara Clyde Kluckhohn en 1951 como *concepciones de lo deseable* señala que los valores son “concepciones que tienen algún papel en el proceso de influenciar las decisiones que hacen las personas entre distintos cursos posibles de acción”.

Y explica:²¹ “Lo deseable no sólo se refiere a aquello que en concreto quieren las personas, ya que en la práctica la gente quiere todo tipo de cosas. Los valores son ideas acerca de lo que *deberían* querer. Son los criterios según los cuales las personas juzgan qué deseos consideran legítimos y que valen la pena, y cuáles no.”

En relación con las actividades de la empresa, estas ideas acerca de lo que *debería quererse y lo que se está dispuesto a dar para obtener lo que se desea* son un componente importante de cómo se reconoce el valor que la empresa puede crear.

En el apartado siguiente volvemos a la perspectiva financiera del valor transable que se ha resumido en 2.1. De los resultados de la empresa, la pregunta es ¿cuáles son valorados financieramente? Dicho de otra forma, cuáles resultados de las actividades de la empresa se reflejan en el valor transable. Veremos que esto depende de las expectativas de los *stakeholders* acerca de los efectos de las actividades de la empresa.

3. Creación de valor, estrategia y prioridades en la sociedad

Para enmarcar el modo en que es evaluada la creación de valor por las actividades de la empresa y la distribución de ese valor en los *stakeholders* es importante considerar el efecto de las prioridades en el ámbito de funcionamiento de la empresa. Estas prioridades expresan lo que se considera valioso, tanto por lo que se desea como por lo que se juzga que debería desearse. La valuación, que es la estimación del valor transable de la empresa, se realiza considerando cómo podrían influir las prioridades sociales en la evaluación de la empresa que hacen los inversores.

3.1 Estrategia de la empresa y prioridades relevantes

El sistema de creación de valor de la empresa requiere considerar:

- a) los recursos y las capacidades que están disponibles o pueden formarse
- b) la expresión de los valores de las personas que participan en la empresa
- c) las características y las expectativas de los clientes
- d) las prioridades (o intereses) del ámbito social relevante para la empresa

²¹ Graeber también señala que la teoría económica “se basa en una determinada noción de deseo, que tiene como premisa una determinada noción de placer”. “Las personas tratan de obtener cosas porque las harán felices o las gratificarán de alguna manera (o al menos porque piensan que lo harán). La torta de chocolate promete placer; pero también lo hace saber que otros no te consideran obeso. Por lo general, los actores racionales comparan el beneficio de uno u otro placer. Esta es la promesa de placer que los economistas denominan *valor*.” Sin embargo, hay bastante dificultad para explicar por qué las personas eligen maximizar algunas cosas y no otras.

Estos factores (que a veces se rotulan como internos y externos) son los que habitualmente se plantean para definir la estrategia competitiva de la empresa y sus políticas relacionadas.²² El cuarto tema, los valores y prioridades sociales, se ha refinado con la expansión del enfoque de responsabilidad de la empresa y el más reciente de la sostenibilidad, como se comenta en el apartado 5. En este punto se puede decir que ese tema se relaciona con lo que es deseable o que se considera que la empresa debe producir, algo que se suele agrupar en la noción de *licencia social para funcionar*.

Nota sobre la licencia social. En la teoría de la legitimidad, “la licencia social para funcionar representa una miríada de expectativas que tiene la sociedad acerca de cómo una organización debería conducir sus operaciones. Entonces, una corporación actúa dentro de límites y normas de qué se identifica como un comportamiento *responsable*, incluyendo la satisfacción de los estándares sociales y ambientales”.²³ La expresión de esas condiciones suele referirse a los distintos entornos societales en que se desarrollan las actividades.

Omran & Ramdhony²⁴ analizan los diferentes encuadres que se han planteado de la responsabilidad empresarial: la teoría de la legitimidad, la teoría de *stakeholder*, la teoría del contrato social y la teoría de señalización. Explican que la teoría de la legitimidad considera que la revelación (*disclosure*) de la responsabilidad empresarial es parte de un proceso de legitimación y parece más aplicable a organizaciones en países desarrollados. Y que la teoría de *stakeholder* considera la responsabilidad empresarial como una rendición de cuentas a los interesados. Este enfoque de revelación puede ser más adecuado para las organizaciones que realizan actividades en países en desarrollo, donde la presión de cumplimiento según disposiciones legales es menor, en comparación con los países desarrollados.

El factor *b*, los valores de las personas que participan en la empresa, es una condición de acuerdo político en la organización, a partir del cual es posible obtener los recursos y las capacidades (factor *a*) necesarios para desarrollar la estrategia. Tanto este factor *b* como el *c* (características y expectativas de los clientes) están afectados, en mayor o menor medida según el caso, por los valores y las prioridades sociales (factor *d*).

La consideración del factor *d* se manifiesta en un continuo entre 1) la atención a las regulaciones y otras actividades reactivas de la empresa (considerando que las regulaciones funcionan como un mínimo) y 2) los impactos económicos, sociales y ambientales que la empresa apunta a producir con sus actividades de negocio.

Puede interpretarse que esto se extiende en un continuo entre la administración de riesgo del negocio y la búsqueda activa de impactos sociales y ambientales.²⁵

En un extremo, un componente de la administración de riesgo es incluir en la evaluación de la estrategia de la empresa una respuesta a las tendencias en aspectos sociales y ambientales

²² Por ejemplo, Michael E. Porter, *Estrategia competitiva*, 1982, págs. 17-18. (Edición original *Competitive strategy*, 1980)

²³ Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, 2019, pág. 26.

²⁴ Mohamed A. Omran & Dineshwar Ramdhony, *Theoretical perspectives on corporate social responsibility disclosure: A critical review*. International Journal of Accounting and Financial Reporting, 2015, 5 (2): 38-55.

²⁵ Pueden verse comentarios sobre este continuo en Lucy Pérez, Vivian Hunt, Hamid Samandari, Robin Nuttall & Donatela Bellone, *How to make ESG real*, McKinsey Quarterly, 2022.

que afectan al sector y los negocios, así como reconocer las vulnerabilidades y comprometerse en niveles mínimos de cumplimiento. Estos aspectos pueden influir tanto en la disponibilidad de recursos como en la vigencia económica de las inversiones, sea por regulaciones futuras, sea por presiones de los públicos relevantes (en el apartado 4.4 se consideran el sentido de las externalidades relevantes).

En el otro extremo del continuo, la estrategia integra los impactos sociales y ambientales en el modelo de negocios, como elemento central y diferenciador que refuerza los resultados económicos. Esto implica que esos impactos están considerados en el sistema de dirección, desde la generación y la evaluación de propuestas hasta las medidas de evaluación interna y desempeño de la empresa, así como la comunicación externa. En la actualidad estas prácticas se visibilizan bajo algunos de los tipos que genéricamente se denominan *organización de impacto*.

Entre estos extremos se encuentran las prácticas que consideran los aspectos sociales y ambientales según los estándares de cumplimiento voluntario, con la finalidad de mostrar un desempeño por encima del promedio. La mayor parte de estos impactos no están incorporados en el modelo de negocio, sino que se refieren a la formación de fortalezas en algunos objetivos específicos que se plantean.

La identificación de las prioridades relevantes en el contexto de negocios y el tipo de respuestas de la empresa amplía la descripción esquematizada de creación de valor que se hizo en el apartado 2.2. En ese esquema se agrega el posible valor creado por las actividades relacionadas con impactos sociales y ambientales (ver ilustración 2). Este valor existirá según sea el efecto en la disposición a pagar y en los recursos que se requieren para producir los impactos, considerando los cambios en la composición de los compromisos de la organización. Es decir, en el efecto en la creación y en la apropiación de valor por los *stakeholders*.

3.2 El valor transable y los *stakeholders*

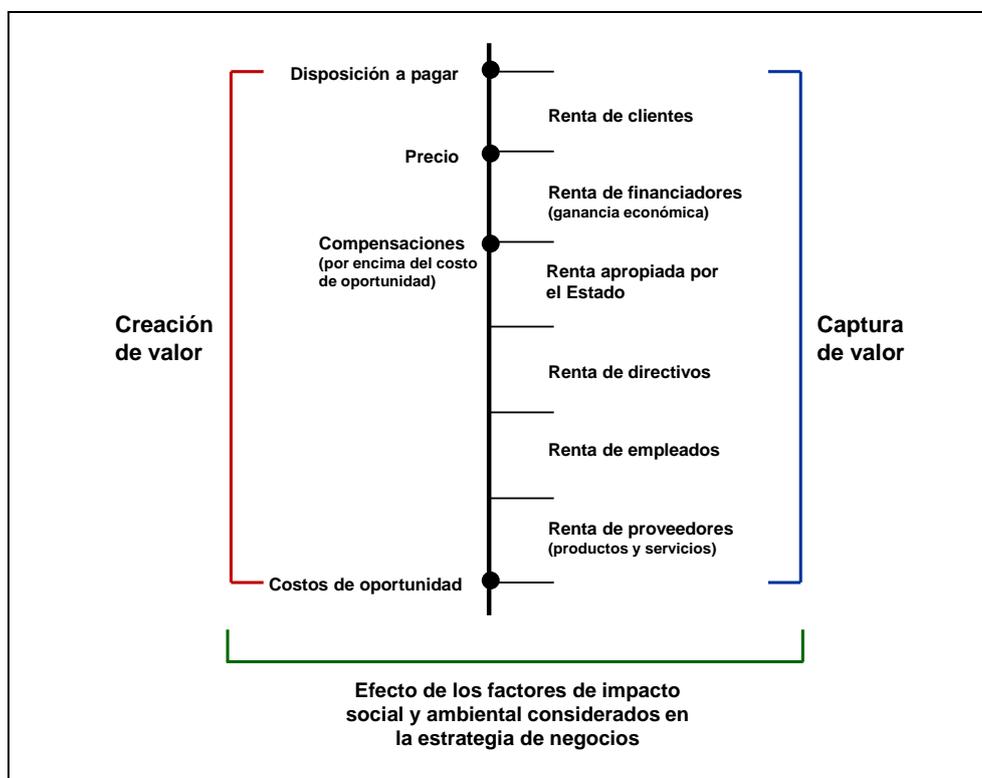
El tipo de respuesta en la estrategia de la empresa según las prioridades identificadas se manifiesta en el valor transable según la distribución de valor en los *stakeholders*, con una perspectiva de largo plazo. La estimación se basa en una especificación congruente de la conducta de los clientes y de los recursos que se requieren para realizar la estrategia.

Porque la estimación del excedente financiero de la empresa (renta de financiadores en la terminología empleada) depende del grado en que las actividades de la empresa serán reconocidas en su valor transable. Esto implica un juicio acerca de la adecuación de la respuesta, en el continuo comentado entre respuesta reactiva y respuesta proactiva.

Si las que se consideran son realmente prioridades sociales y ambientales que serán reconocidas por los *stakeholders*, deben manifestarse en la conducta de ellos y, por esto, en la magnitud y/o en la estabilidad del flujo de su renta.

Podría decirse que se considera que los clientes apreciarán los productos, productos que serán el resultado del trabajo de empleados contentos. Los proveedores verán en la empresa una relación estable y satisfactoria y para la comunidad social las actividades de la empresa serán percibidas como positivas y significativas. Por su parte, los prestamistas considerarán a la empresa un cliente de bajo riesgo y los inversores estimarán que la empresa es una inversión rentable. El Estado, finalmente, evaluará que la empresa es una entidad confiable y auto-regulada en las prioridades que la rigen.

Ilustración 2: Creación y apropiación de valor por las actividades e impactos



Esto parece la descripción de un círculo de la felicidad, y tal vez sea tan ilusorio como suelen ser algunos razonamientos en torno a las declaraciones de prioridades sociales.

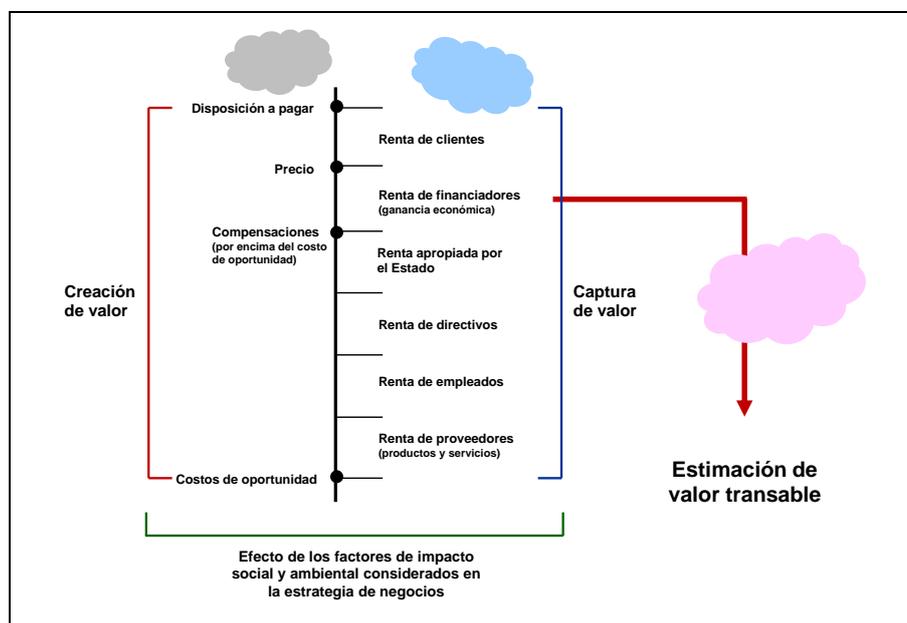
Algún formato de este círculo subyace en el equilibrio estimado entre el valor para los *stakeholders* y el valor transable de la empresa con una perspectiva de largo plazo. Esto significa que las actividades de la empresa se realizan atendiendo las prioridades *efectivas* de los *stakeholders* y del entorno social en que se desempeña. Porque, finalmente, el éxito se asienta en una adecuada identificación de estas prioridades y en alinear con ellas el funcionamiento y las inversiones de la empresa.

Resumen de la estimación del valor transable. Se ha comentado que la evaluación de la creación de valor se realiza dentro de una nube de estimaciones (desde la disposición a pagar a los costos de oportunidad). Esa nube suele hacerse más vaporosa al incluir la dimensión de captura de valor por los financiadores, que depende de la captura de valor de los otros *stakeholders*, tal como se esquematizó en la ilustración 2.

A esto se agrega una formación nubosa más amplia, en cuanto al efecto que tienen las actividades de la empresa en relación con las prioridades y las demandas sociales, tanto en la creación de valor como en su reconocimiento en el precio de los títulos o participaciones (valor transable). En la ilustración 3 se expresa esquemáticamente la secuencia de estimaciones.

Estas características de la estimación del valor transable existen en todas las valuaciones. Habitualmente la estimación se encara con la identificación y el reconocimiento de elementos

Ilustración 3: De la creación y apropiación de valor a la estimación del valor transable



que pueden fundar una mejor estimación. En el apartado 4 se consideran cuatro elementos del valor para ese análisis.

4. Cuatro elementos del valor de la empresa

Se pueden identificar cuatro elementos del valor de una empresa que ayudan a realizar la estimación del valor transable y la evaluación de las decisiones de inversión:

- 1) Valor por los recursos invertidos y la organización
- 2) Efecto en el valor de las redes (asociación y ecosistemas)
- 3) Efecto en el valor de la flexibilidad estratégica
- 4) Valor de las externalidades

4.1 Valor por los recursos invertidos

Es el enfoque básico para considerar el valor con la perspectiva de recursos y ventaja competitiva de la empresa, tal como fue resumido en los apartados 2 y 3.

El valor surge de la renta por posesión y control de los recursos, incluyendo el efecto de la organización (conocimiento). Es también la base para determinar el valor de la complementación entre conjuntos de recursos (la sinergia en la adquisición de negocios y la oportunidad de desinversiones).

4.2 Efecto valor de las redes (asociaciones y ecosistemas)

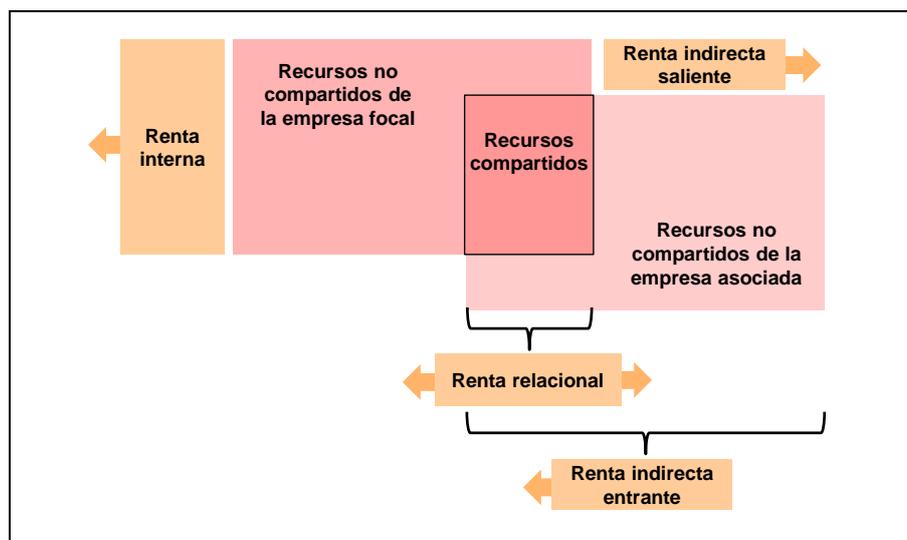
a) Asociación de empresas.

Las alianzas pueden tener la forma de empresas conjuntas, franquicias, contratos de largo plazo de licencia y comercialización, acuerdos comerciales y asociaciones de investigación y desarrollo. Se caracterizan por la existencia de recursos compartidos (en la red), que implican oportunidades estratégicas y, por esto, afectan el desempeño y el valor.²⁶

“Las ventajas competitivas de los asociados (...) caen en cuatro categorías: 1) las inversiones en activos específicos de la relación; 2) intercambio substancial de conocimiento, incluyendo el intercambio que resulta en el aprendizaje conjunto; 3) la combinación de recursos o capacidades complementarios pero escasos (típicamente a través de múltiples interfaces funcionales), que resulta en la creación conjunta de nuevos productos, servicios o tecnologías únicos; y 4) costos de transacción más bajos que los de alianzas competidoras, atribuibles a mecanismos de gobierno más efectivos.”²⁷

Lavie²⁸ analiza las formas en que una empresa obtiene un valor adicional por los recursos que no posee ni controla internamente sino que son compartidos en alianzas. En la ilustración 4 se muestran las rentas involucradas en estas situaciones.

Ilustración 4: Rentas en una asociación de empresas²⁹



²⁶ Puede verse el planteo inicial en Ranjay Gulati, *Network location and learning: The influence of network resources and firm capabilities on alliance formation*. Strategic Management Journal, 1999, 20: 397-420.

²⁷ Jeffrey H. Dyer & Harbir Singh, *The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage*. Academy of Management Review, 1998, 23 (4): 662.

²⁸ Dovev Lavie, *The competitive advantage of interconnected firms: an extension of the resource-based view*. Academy of Management Review, 2006, 31 (3): 638-658.

²⁹ Basado en Dovev Lavie, *The competitive advantage of interconnected firms: an extension of the resource-based view*. Academy of Management Review, 2006, 31 (3): 644.

Se considera la empresa focal (aquella que es la referencia de la valuación) y una o más empresas asociadas. Los componentes, que Lavie designa como rentas, reflejan los excedentes que puede capturar la empresa focal en una asociación.

La *renta interna* es la que surge de los recursos de la empresa focal (tanto compartidos como no compartidos). La *renta relacional* depende de las complementariedades entre los participantes: es una renta común para todos ellos, la ganancia “que no puede ser generada por cada empresa actuando aisladamente”.³⁰ Por ejemplo, las relaciones de los activos entre los ensambladores y sus proveedores producen una renta adicional, que será capturada por cada uno generalmente en una proporción diferente.

Las *rentas indirectas* generalmente son un componente menor, pero su posibilidad afecta las características legales y organizacionales de la alianza.³¹ Se refieren a los excedentes que resultan de la asociación y que se basan en los recursos compartidos y no compartidos de las otras partes. Estas rentas surgen de “oportunidades que van más allá del alcance inmediato de la alianza”, tales como las ventajas comerciales para los productos propios o los procesos compartidos. La renta indirecta entrante (*inbound spillover rent*) es la que captura la empresa focal por los recursos de los socios de la alianza. La renta indirecta saliente (*outbound spillover rent*) es la renta de la empresa focal que es capturada por las otras partes.

La estimación de la creación y la apropiación de valor de cada empresa debe considerar, en su caso, el efecto de las asociaciones en la renta interna y, al menos, la captura de la renta relacional.

b) Ecosistemas de complementación e innovación.

Los ecosistemas de complementación e innovación pueden ser de base industrial, como los que se forman para el desarrollo de negocios complejos (como alternativa a la integración vertical)³² o bien para desarrollos que se complementan (como las plataformas y aplicaciones para móviles e internet de las cosas) o para otros sistemas de trabajo o desarrollos de software.

“Los ecosistemas empresariales consisten en actores focales, proveedores, complementadores y usuarios. La interacción entre los actores no es lineal y los límites geográficos no limitan las operaciones del ecosistema empresarial. La creación conjunta y la captura conjunta de valor se realizan principalmente a través de la explotación de recursos (como una intención compartida), la co-opetencia y la provisión de una plataforma única por parte de un actor focal para las complementariedades.”³³

³⁰ Puede verse Jeffrey H. Dyer & Harbir Singh, *The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage*. *Academy of Management Review*, 1998, 23 (4): 660-679. Y Jeffrey H. Dyer, Harbir Singh & William S. Hesterly, *The relational view revisited: A dynamic perspective on value creation and value capture*. *Strategic Management Journal*, 2018, 39 (12): 3140-3162.

³¹ Se consideran mecanismos de aislamiento a los medios para proteger los recursos que una empresa no comparte en una alianza (patentes, marcas, recaudos organizacionales para evitar la imitación).

³² Puede verse Ron Adner & Rahul Kapoor, *Value creation in innovation ecosystems: How the structure of technological interdependence affects firm performance in new technology generations*. *Strategic Management Journal*, 2010, 31 (3): 306-333.

³³ Behrooz Khademi, *Ecosystem value creation and capture: A systematic review of literature and potential research opportunities*. *Technology Innovation Management Review*, 2020, 10 (1): 20.

Los ecosistemas empresariales se caracterizan por la co-creación de valor, que se produce por la colaboración y las actividades en el ecosistema para crear valor para clientes y usuarios. Este valor se co-captura al compartir (distribuir) los ingresos entre los miembros: las empresas participantes desarrollan planes para apropiarse de una parte del valor creado, aunque esta captura se puede producir también por casualidad.³⁴

“Si bien la creación de valor ecosistémico requiere colaboración, la captura de valor ecosistémico obliga a las empresas a protegerse.” El diseño de la plataforma y la gestión de la propiedad intelectual son componentes significativos. Pero “la creación de valor de un ecosistema no necesariamente resulta en un mayor valor apropiado por los actores, a menos que exista un régimen preciso de apropiación de valor.” Khademi también destaca que el nivel actual de conocimiento sobre los regímenes de colaboración y apropiación de valor en los ecosistemas es limitado. Esto es atribuible en buena medida a la variedad de modelos de negocios y a los cambios que se producen durante su desarrollo.

En muchos aspectos, las rentas en las diversas formas de redes tienen las características que se comentaron (rentas interna, relacional e indirectas). La empresa focal puede ser una plataforma, basada en datos para servicios, desarrollo industrial o productos. Y la creación y captura de valor se modifica con la evolución del ecosistema correspondiente y el grado en que cada una se cierre sobre sí misma.³⁵

4.3 Efecto valor de la flexibilidad estratégica

La flexibilidad estratégica es un componente empresarial relacionado con la incertidumbre del ambiente económico y competitivo. Su valor depende de las características organizacionales que afectan la configuración y la evaluación de las alternativas de compromiso de recursos.

A fines de los años 1970 se comienza a considerar que la flexibilidad, y en especial las oportunidades de crecimiento, puede representarse como opciones reales basadas en los activos de la empresa.³⁶

Puede verse también Geoffrey Parker, Marshall Van Alstyne & Xiaoyue Jiang, *Platform ecosystems: How developers invert the firm*. MIS Quarterly, 2017, 41 (1): 255-266.

³⁴ Pueden verse estudios sobre creación y captura de valor en diversos ecosistemas:

Juhana Hannu Tuomisaari, Timo R. N. Peltonen, Xisong Dong & Göte Nyman, *Value capture and value creation in high-velocity networked environments*. 2013 IEEE International Conference on Service Operations and Logistics, and Informatics.

Agnieszka Radziwon, Marcel Bogers & Arne Bilberg, *Creating and capturing value in a regional innovation ecosystem: A study of how manufacturing SMEs develop collaborative solutions*. International Journal of Technology Management, 2017, 75 (1-4): 73-96.

Jungsuk Oh, Byungwan Koh & Srinivasan Raghunathan, *Value appropriation between the platform provider and app developers in mobile platform mediated networks*. Journal of Information Technology, 2015, 30 (3): 245-259.

³⁵ Puede verse un análisis de los fundamentos y la evolución de las plataformas en Nick Srnicek, *Capitalismo de plataformas*, 2018.

³⁶ Stewart Myers, *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics, 1977, 5 (3): 147-175.

Esta noción se extiende en términos organizativos considerando lo que se denomina opciones sombra (*shadow options*), ocultas (*hidden*) o latentes, que son opciones reales que se asientan en las características de la organización y que deben ser descubiertas para después explorarlas, comprometer recursos para consolidarlas y, en su momento, ejercerlas.³⁷ Esta es la base para las estimaciones del crecimiento de largo plazo de la empresa en que se funda la valuación.

Desde 1990 esas características de la empresa se denominan competencias centrales (*core competencies*, también mencionadas como competencias básicas o distintivas),³⁸ que “sugieren que con el desarrollo de carteras de habilidades y capacidades las empresas están mejor posicionadas para el crecimiento futuro”³⁹. Son las capacidades, conocimientos, habilidades y recursos que se extienden en toda la organización, tales como la calidad de productos, el soporte omnicanal de relación con clientes, el diseño de productos, el ecosistema de marketing, el poder de compra, los procesos o flujos de trabajo, etc.⁴⁰

“Las capacidades son plataformas que crean un conjunto genérico de recursos” y “representan inversiones en oportunidades futuras”.⁴¹ Con ellas se puede revertir la inercia organizacional y mantener una ventaja competitiva. Sin embargo, hay heterogeneidad entre las empresas en la obtención de esos efectos, que dependen del modo en que se consideren esas opciones en las decisiones.

Esto significa que no sólo se debe reconocer la opción en el momento de comprometer los recursos, sino que “la capacidad de administrar estas opciones debe estar sujeta a una forma de análisis de opciones reales que sea en sí misma específica para las rutinas y procedimientos organizacionales”⁴². En su revisión del tema, Trigeorgis & Reuer explican que la identificación y el reconocimiento de opciones sombra (es decir, el descubrimiento de oportunidades) y la creación o adquisición de opciones con la disposición de los recursos necesarios son características de las habilidades empresariales (*entrepreneurial skills*), mientras que la concreción y la explotación (por el ejercicio de las opciones) depende de las habilidades directivas (*managerial skills*).⁴³

³⁷ Edward Bowman & Dileep Hurry, *Strategy through the option lens: An integrated view of resource investments and the incremental-choice process*. *Academy of Management Review*, 1993, 18 (4): 760-782.

³⁸ C.K. Prahalad & Gary Hamel, *The core competence of the corporation*. *Harvard Business Review*, 1990, 68 (3): 79-91.

³⁹ Edward Bowman & Dileep Hurry, *Strategy through the option lens: An integrated view of resource investments and the incremental-choice process*. *Academy of Management Review*, 1993, 18 (4): 773.

⁴⁰ Una exposición actualizada de este tema puede verse en William B. Edgar & Chris A. Lockwood, *Corporate core competencies' essence, contexts, discovery, and future: A call to action for executives and researchers*, Sage Open, 2021.

⁴¹ Bruce Kogut & Nalin Kulatilaka, *Options thinking and platform investments: Investing in opportunity*. *California Management Review*, 1994, 36 (2): 52-71.

⁴² Tarik Driouchi & David J. Bennett, *Real options in management and organizational strategy: A review of decision-making and performance implications*. *International Journal of Management Reviews*, 2012, 14 (1): 41.

⁴³ Lenos Trigeorgis & Jeffrey J. Reuer, *Real options theory in strategic management*. *Strategic Management Journal*, 2017, 38: 46-47.

Por esto, se suele plantear una distinción entre el razonamiento de opciones reales (ROR, *real options reasoning* o *real options thinking*) y la valuación de opciones reales (ROV, *real options valuation*).

El razonamiento de opciones reales es un mapeo estratégico que permite considerar la secuencia de compromisos de manera flexible (el *options lens* al que se refieren Bowman & Hurry).

Se ha considerado que la valuación de opciones, en términos formales, es apropiada para la evaluación de inversiones aisladas y la administración de proyectos, y que su aplicación tiene muchas limitaciones cuando no sólo hay incertidumbre de contexto (como la incertidumbre de estado, de efecto y de respuesta que analiza Milliken)⁴⁴ sino también endógena, por imperfecciones organizacionales y características conductuales.⁴⁵

El desarrollo relativamente reciente de un enfoque conductual de las opciones reales puede reconocer algunas de estas características de los sistemas de dirección,⁴⁶ de modo que puedan configurarse para obtener beneficios de la opcionalidad. Es decir, contribuir al desarrollo de la capacidad para aprender sobre las propias capacidades de la organización.

La valuación de la empresa implica un juicio acerca de los sistemas de dirección y, más ampliamente, del gobierno societario que se caracteriza por un grado de capacidad para formar competencias básicas y capturar sus ventajas en el tiempo.

Estos factores organizacionales y directivos se manifiestan en los otros elementos de valor (el negocio y el rol de la empresa en las asociaciones y/o plataformas).⁴⁷ En la valuación financiera se expresan en el crecimiento estimado de largo plazo, que es una inferencia acerca de cómo los directivos de la empresa crearán valor activamente mediante la estructuración de los compromisos de recursos, qué parte de ese valor capturarán y cómo lo harán.⁴⁸

4.4 Efecto valor de las externalidades

Externalidades técnicas y pecuniarias. En términos económicos, se denominan externalidades a los efectos (positivos o negativos) que recibe un agente económico (o varios) por el comportamiento de otro agente o de dos o más agentes que se relacionan en un intercambio. Son costos o beneficios para ese tercero que no está involucrado en la transacción. Es una situación en que el decisor cuyo comportamiento afecta a otro no soporta todo el costo, o no obtiene todo el beneficio, de sus decisiones.

⁴⁴ Frances J. Milliken, *Three types of perceived uncertainty about the environment: State, effect, and response uncertainty*. *Academy of Management Review*, 1987, 12 (1): 133-143.

⁴⁵ Russell W. Coff & Kevin J. Laverty, *Real options meet organizational theory: Coping with path dependencies, agency costs, and organizational form*. En Jeffrey J. Reuer & Tony W. Tong (Ed), *Real Options Theory*, 2007, págs. 333-361.

⁴⁶ Hart E. Posen, Michael J. Leiblein & John S. Chen, *Towards a behavioral theory of real options: Noisy signals, bias, and learning*. *Strategic Management Journal*, 2018, 39 (4): 1112-1138.

⁴⁷ Un tratamiento formal de este tema puede verse en Andrejs Cirjevskis, *A discourse on foresight and the valuation of explicit and tacit synergies in strategic collaborations*. *Journal of Risk and Financial Management*, 2022, 15: 305.

⁴⁸ Puede verse Timothy B. Folta & Jonathan P. O'Brien, *Market versus managerial valuations of real options*. En Jeffrey J. Reuer & Tony W. Tong (Ed), *Real Options Theory*, 2007, págs. 199-224.

No todos estos efectos externos tienen similares características. Una distinción importante que se hizo inicialmente en el tratamiento económico es entre *externalidades técnicas* y *externalidades pecuniarias*.⁴⁹

Las externalidades técnicas afectan la función de producción o las características de consumo de un tercero. Por ejemplo, el efecto que produce la contaminación generada por un agente sobre las actividades de otros. O, el ejemplo clásico, cuando las abejas de un apicultor favorecen la polinización de los frutales de las parcelas ajenas.

Las externalidades pecuniarias son los efectos en la ganancia por las actividades que realiza otro (u otros) agente(s), es decir, redistribuyen ganancias entre los agentes. Por ejemplo, cuando la actividad de un competidor actual o entrante disminuye los ingresos de las otras empresas que actúan en un mercado. O bien cuando, como consecuencia de que la producción local es reemplazada por importaciones con menor costo, algunas personas pierden su trabajo en las empresas locales.

En sentido estricto, las externalidades que implican una diferencia en el bienestar social son las externalidades técnicas, ya que implican una producción que es excesiva o bien es insuficiente. Estos efectos tienen una solución de mercado cuando pueden estipularse en contratos que asignen derechos de propiedad con un costo de transacción bajo, ya que se elimina la diferencia entre costo social y costo privado internalizando los efectos externos.

En los casos en que no es factible esta solución, la situación suele resolverse mediante regulaciones, impuestos (que internalizan las externalidades negativas) o subsidios (que internalizan las externalidades positivas).

En su detallada revisión del tema, Boundreaux & Meiners enfatizan que sólo los efectos externos inesperados no están contenido en el precio de los derechos de propiedad que son afectados por las actividades de otro. “Las expectativas razonables interiorizadas de los efectos indirectos se reflejan e incorporan en los derechos de propiedad y el valor que se les otorga. Una vez incorporadas, estas expectativas generan muchos efectos indirectos que, en la observación casual, parecen ser externalidades, aunque en realidad son parte de la estructura de los derechos de propiedad.”⁵⁰

Esta perspectiva es válida “cuando los derechos de propiedad están claramente establecidos y se pueden hacer cumplir, y cuando las partes son libres de negociar para reorganizar quién posee y puede usar la propiedad de una manera productiva que no inflija un daño inaceptable a otros”. Por eso Boundreaux & Meiners señalan que, en general, no todas “las cosas que no nos gustan son externalidades que deberían cambiarse a través de una ley o una regulación”.

Cuando pueden especificarse condiciones para que los agentes consideren en sus decisiones todos los costos de sus actividades pueden resolverse muchas externalidades con un proceso de mercado. Por ejemplo, mediante regulaciones para evitar diversas formas de contaminación u otros impactos ambientales directos, lo que se manifiesta en las inversiones y la tecnología de proceso que se emplea.

⁴⁹ Puede verse Randall G. Holcombe & Russell S. Sobel, *Public policy toward pecuniary externalities*. *Public Finance Review*, 2001, 29 (4): 304, 307.

Un análisis del efecto de la inversión externa directa (FDI, *foreign direct investment*) puede verse en Eleonora Santos & Shahed Khan, *Determinant factors of pecuniary externalities*. *International Journal of Business & Management*, 2018, 6 (8): 180-198.

⁵⁰ Donald J. Boundreaux & Roger Meiners, *Externality: Origins and classifications*. *Natural Resources Journal*, 2019, 59 (1): 23-24.

Stakeholders indirectos. Los efectos externos que afectan a partes que no están relacionadas directamente con las actividades de la empresa son difíciles de internalizar mediante procesos de mercado. Es lo que se considera *stakeholders indirectos*, que son los interesados potenciales en diversos aspectos. Algunas de las que se consideran *externalidades sociales y ambientales* se relacionan con estos *stakeholders*.

La actuación de organizaciones de la sociedad civil o de los financiadores es importante para transmitir la ponderación social que se da a algunos efectos externos. Estos conductos llevan a la internalización de efectos externos o directamente la evitación de actividades con consecuencias que se consideran no deseables en el entorno social de los negocios.

Muchos de los *aspectos sociales* que se consideran no deseables están estipulados en regulaciones sobre jornada laboral, condiciones de salud y seguridad, igualdad de género, niveles de remuneración o trabajo infantil. Estas regulaciones difieren entre países, reflejando las condiciones políticas relevantes.

Las regulaciones, y también los impuestos sobre productos que se consideran poco saludables, son parte de las condiciones económicas en que se planean y desenvuelven los negocios, por lo que ya estarían incluidas en la composición de la creación de valor de la empresa. Según las características del negocio, esto se extiende a los participantes con los que la empresa se relaciona (clientes, proveedores, asociados, etc.).

Como se mencionó, los *aspectos ambientales* directos tienen variadas regulaciones: requerimientos específicos y cuotas o impuestos para reducir el nivel de demanda según el efecto ambiental. También la estipulación de créditos o permisos para algunas características del funcionamiento (como las facetas del tema de carbono), con lo que estas características quedan sujetas indirectamente a un mecanismo de mercado.

Sin embargo, no hay mecanismos regulatorios en muchos países para una gran cantidad de los efectos ambientales que actualmente se considera que afectan la sostenibilidad. Es el caso, por ejemplo, de la deforestación y la erosión de la tierra, los flujos bioquímicos por prácticas agrícolas intensivas,⁵¹ la pérdida de biodiversidad terrestre y marina, la acidificación de los océanos, el impacto de los desechos plásticos, la polución química.⁵²

El impacto de las actividades de la empresa en estas dimensiones puede medirse en forma monetizada con alguna de las metodologías disponibles. En un informe de True Price⁵³ se destaca que esta medición, a la que hace mucho tiempo se aspira, ahora es posible gracias a las innovaciones en la tecnología (tecnología de medición y de la información, gestión de datos) y en la ciencia (análisis del ciclo de vida (LCA), análisis del ciclo de vida social (sLCA), análisis de input-output ambientalmente extendido, economía ambiental).

Es claro que la identificación y la medición de estas magnitudes es complicada. Requiere considerar las externalidades relevantes en lo que no está ya internalizado en las operaciones y estimar las magnitudes periódicas con una adecuada monetización. Por ejemplo, un fabricante

⁵¹ La agricultura intensiva, con fertilizantes y riego, afecta diversos elementos, incluyendo el uso de agua y la pérdida de biodiversidad por degradación de la tierra. Esta degradación, a su vez, puede impulsar la migración masiva y el aumento de los conflictos.

⁵² Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, 2019, pág. 10.

⁵³ True Price, Deloitte, EY & PwC, *The business case for True Pricing: Why you will benefit from measuring, monetizing and improving your impact*, 2014, pág. 17.

de vehículos debería considerar los efectos ambientales relacionados con la producción de energía no sólo en sus procesos, sino también en los de sus proveedores y por el uso de los productos.

Además, hay muchas interacciones entre los aspectos que se consideran efectos externos de las actividades de las empresas. Precisamente por esto las regulaciones suelen ser ampliamente discutidas en el proceso de su determinación, además de estar afectadas por los tiempos políticos; y, una vez establecidas, quedan sujetas a la inercia regulatoria.

La evaluación del riesgo y la información de impacto. Un riesgo que podría enfrentar el negocio es que los gobiernos (a través de impuestos o regulación), los empleados (mediante huelgas o por fuga de talento) o el público (a través de la reputación de la empresa o por la denominada huelga de clientes) fueren a la internalización de algunas externalidades que no son consideradas hasta ese momento.⁵⁴

En tal situación, algunos recursos invertidos pueden convertirse en activos abandonados (*stranded assets*)⁵⁵, al producirse algo que puede considerarse una obsolescencia social de algunos procesos de la empresa. Este riesgo puede anticiparse proactivamente, identificando los aspectos que pueden provocar la situación y considerando su internalización en la evaluación de las inversiones.⁵⁶

Por otra parte, la estrategia de la empresa puede incluir como elementos de impacto en su comunicación el uso de los “resultados por encima del mínimo regulatorio” que obtiene en aspectos sociales y ambientales. Esto no sólo influye en su imagen para algunos *stakeholders* sino que hasta puede sustituir las formas usuales de comunicación mediante promoción o publicidad.

En ambos casos (consideración de riesgo o formación de imagen) la valuación incluiría el efecto de internalización de las externalidades que, aunque no es requerida formalmente, son sensibles o relevantes y se evalúan en la estrategia de negocios. El costo de esta internalización se manifiesta de diversas formas que incluye, por ejemplo, el diseño de procesos congruentes, como pueden ser los basados en la reducción de desechos o en la reutilización.

También debe considerarse el efecto esperable en la captura de rentas por los distintos *stakeholders* (por ejemplo, de clientes potenciales que son sensibles a acciones de ese tipo).

⁵⁴ Pueden verse comentarios en Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, 2019, págs. 51-52.

⁵⁵ La denominación *stranded assets* (activos abandonados o “varados”) se introduce para los activos que pierden valor por cambios en las regulaciones o en la tecnología. Estos afectan los activos intensivos en carbono (con baja eficiencia energética) como automóviles o inmuebles.

Puede verse Ben Caldecott, James Tilbury & Christian Carey, *Stranded assets and scenarios*. Discussion Paper Smith School of Enterprise and the Environment, University of Oxford, 2014.

⁵⁶ Cabe mencionar que algunos estudios observan que los inversores profesionales actualmente tienden a no considerar el efecto de los activos abandonados. Puede verse Elizabeth S. Harnett, *Social and asocial learning about climate change among institutional investors: Lessons for stranded assets*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2016, 6 (1): 1-24; y Nicholas Silver, *Blindness to risk: Why institutional investors ignore the risk of stranded assets*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2017, 7 (1), 99-113.

En conclusión, la medición de las externalidades relevantes puede ser bastante complicada. Es, sin embargo, un elemento central y distintivo en propuestas recientes para la evaluación de la estrategia y la estimación del valor que crea una empresa para la sociedad. En el apartado 5 se comentan las características de esos enfoques.

Aún más difícil es estimar el efecto en el valor transable de las decisiones relacionadas con la internalización de esas externalidades. Algunos estudios proporcionan indicios de cuáles pueden ser los efectos en el valor que son atribuibles a esta dimensión de la estrategia de la empresa.⁵⁷ Es interesante mencionar que este tema es considerado por aproximación en un estudio específico,⁵⁸ donde se observa que las actividades relacionadas con responsabilidad empresarial tienen un efecto valor positivo en las empresas con alto valor de mercado, mientras que el efecto es negativo en las empresas con bajo valor.

En cada etapa de ese proceso de identificación y medición hay nubes de diferente densidad. En esta cuantificación subyace algo que tal vez sea lo evocado en uno de los poemas de los dones de Jorge Luis Borges, cuando se refiere al laberinto de los efectos y de las causas:⁵⁹

Gracias quiero dar al divino
Laberinto de los efectos y de las causas
Por la diversidad de las criaturas
Que forman este singular universo,
Por la razón, que no cesará de soñar
Con un plano del laberinto.

Por esto, puede ser adecuado decir a quien encara la medición de este *cuarto elemento* del valor: *May the 4th be with you*.⁶⁰

4.5 Resumen: De los valores a la valuación

La estimación del valor transable puede esquematizarse con los cuatro elementos del valor que se han comentado. En la ilustración 5 se reúne esto con la forma de un amuleto para quien realiza la valuación.

Reuniendo los esquemas de las ilustraciones 3 y 5 se puede mostrar (ilustración 6) el panorama de la valuación que se ha comentado.

Algunos mapas antiguos mostraban las partes del mundo de las que se tenían pocos detalles concretos con leyendas que decían “Aquí hay monstruos”. En varias partes del mapa de una valuación no hay monstruos sino nubes, algunas bastante densas. Y en todas se pone algún matiz de esperanza de que se está valuando bien.

⁵⁷ Puede verse Alexander Dyck, Karl V. Lins, Lukas Roth & Hannes F. Wagner, *Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence*. Journal of Financial Economics, 2019, 131 (3): 693-714.

⁵⁸ Roger C. Y. Chen, Shih-Wei Hung & Chen-Hsun Lee, *Does corporate value affect the relationship between Corporate Social Responsibility and stock returns?* Journal of Sustainable Finance & Investment, 2017, 7 (2): 1-9.

⁵⁹ Jorge Luis Borges, *Otro poema de los dones*, en *El otro, el mismo*, 1964.

⁶⁰ Esto es una broma que busca matizar la aridez del tema. *Que el cuarto te acompañe* evoca la frase *jedi* muy usada en *Star wars*, *May the force be with you* (que la fuerza te acompañe o que la fuerza esté contigo) y explota la similitud fonética entre *force* (fuerza) y *fourth* (cuarto).

Ilustración 5: Los elementos en la estimación del valor transable

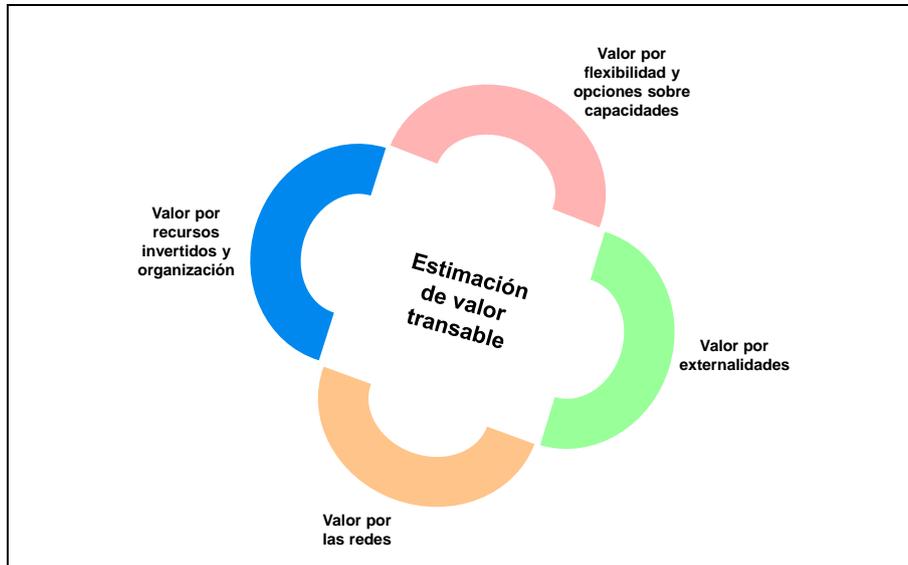
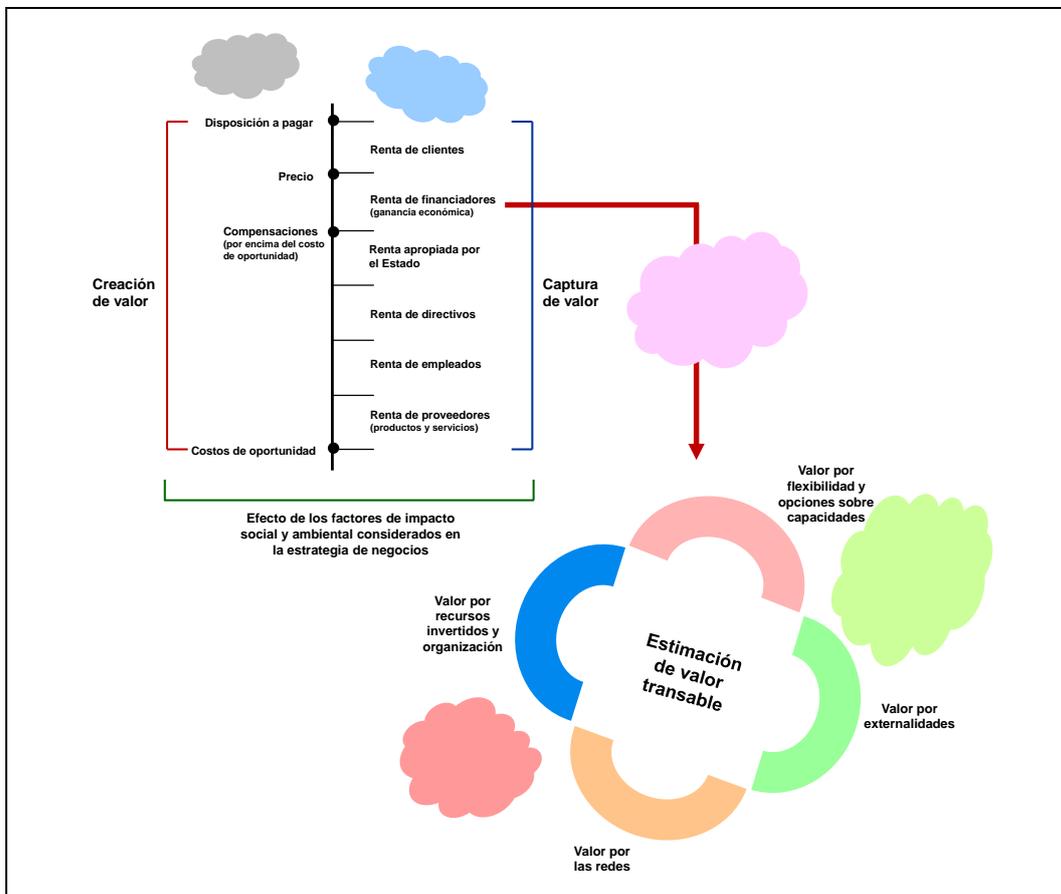


Ilustración 6: La estimación del valor transable "Aquí hay nubes"



5. La construcción del valor integrado

5.1 Sostenibilidad y enunciados de valor

El amplio campo de la responsabilidad empresaria y la sostenibilidad (o la más formal de desarrollo sostenible) ha sido explorado ininterrumpidamente desde los años 1960. Para los fines presentes, y en grandes rasgos, se pueden identificar dos ramas: la estratégica y la comunitaria.

La *consideración estratégica* de esas nociones por las empresas ha tenido numerosas variantes, centradas en la exploración del enfoque que se rotula como formulación del *business case* (digamos, la responsabilidad o la sostenibilidad como condición para negocios perdurables y rentables).⁶¹ En los años 1990 se ha planteado el enfoque de la innovación de negocios relacionada con los efectos sociales y ambientales⁶² y específicamente los (en el inicio) tres impactos en el propósito de la empresa.⁶³

La *perspectiva comunitaria*, por su parte, enfatiza principalmente las situaciones de conflicto entre el desempeño económico de la empresa y algunos de los grupos interesados (en la terminología empleada aquí, *stakeholders* directos e indirectos).⁶⁴

Con la perspectiva estratégica de la responsabilidad (sostenibilidad) empresaria se han presentado nociones con diverso grado de operatividad, tales como

- el *valor sostenible* (*sustainable value* de Stuart Hart)⁶⁵, que enfatiza la consideración de aspectos relacionados con la tecnología y el ambiente,⁶⁶

⁶¹ Pueden verse los enfoques de este aspecto en Joshua D. Margolis & James P. Walsh, *Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business*. Administrative Science Quarterly, 2003, 48 (2): 268-305; Archie B. Carroll, *Corporate Social Responsibility: Evolution of a definitional construct*. Business & Society, 1999, 38 (3): 268-295; Abigail McWilliams & Donald Siegel, *Corporate Social Responsibility: A theory of the firm perspective*. Academy of Management Review, 2001, 26 (1): 117-127.

⁶² Rosabeth Moss Kanter, *From spare change to real change: The social sector as beta site for business innovation*. Harvard Business Review, 1999, 77 (3): 122-128.

⁶³ John Elkington, *Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development*. California Management Review, 1994, 36 (2): 90-100; John Elkington, *Cannibals with Forks: The triple bottom line of 21st century business*, 1998.

⁶⁴ Pueden verse algunas consideraciones en Timothy J. Rowley & Mihnea Moldoveanu, *When will stakeholder groups act? An interest- and identity-based model of stakeholder group mobilization*. Academy of Management Review, 2003, 28 (2): 204-219. Y una revisión punzante en Subhabrata Bobby Banerjee, *Corporate Social Responsibility: The Good, the Bad and the Ugly*, 2007.

⁶⁵ Stuart L. Hart & Mark B. Milstein, *Creating sustainable value*. Academy of Management Executive, 2003, 17 (2): 56-67; Stuart L. Hart, *Capitalism at the Crossroads: The unlimited business opportunities in solving the world's most difficult problems*, 2005.

⁶⁶ La relación entre el valor para accionistas y la consideración de aspectos ambientales se comenta en Stefan Schaltegger & Frank Figge, *Environmental shareholder value: Economic success with corporate environmental management*. Eco-Management and Auditing, 2000, 7: 29-42.

- el *valor combinado* (*blended value* de Jed Emerson)⁶⁷, que coincide con el enfoque de triple resultado de Elkington y plantea la coexistencia de propósitos de ganancia y de impactos sociales y ambientales
- el *valor integrado* (*integrated value*), que se comenta en el apartado 5.3.

También se proponen las nociones de *valor compartido* (*shared value* de Michael Porter y Mark Kramer)⁶⁸ y de *valor verdadero* (*true value* de KPMG)⁶⁹. En estas propuestas predomina la orientación de consultoría de negocios, lo cual significa que no se formulan como teorías que permitan el avance mediante la contrastación empírica para, de ese modo, considerar el efecto de las situaciones en que hay conflicto de valores.

La noción de creación de valor compartido (*creating shared value*, CSV) resume lineamientos pre-existentes para matizar la estrategia de la empresa enfocando sinergias entre objetivos económicos y sociales. Considera tres formas de crear valor compartido: 1) replantear productos y mercados identificando problemas sociales donde la empresa pueda servir a los consumidores y al mismo tiempo contribuir al bien común; 2) redefinir la cadena de valor enfocando la productividad con mejoras de las capacidades sociales, ambientales y económicas de las organizaciones que la integran; y 3) buscar el desarrollo de clústeres locales para lograr objetivos de cooperación con proveedores e instituciones de cada ámbito.

Se han planteado varias críticas a la propuesta de valor compartido, en especial desde la perspectiva comunitaria de la sostenibilidad, que enfatiza las limitaciones a los objetivos económicos, el rol de algunos *stakeholders* y las implicaciones éticas.⁷⁰

La noción de valor verdadero (*true value*) es básicamente una metodología para considerar en las decisiones de la empresa las externalidades sociales y ambientales. Para esto se plantea una cuantificación monetaria que se comenta en el apartado 5.2.⁷¹

5.2 La determinación del *valor verdadero* (*true value*)

La metodología del valor verdadero de KPMG consiste en identificar y cuantificar las externalidades de la empresa, a fin de medir la ganancia verdadera (*true earnings*).

A partir de esto, la segunda etapa es evaluar el riesgo originado en los impulsores (*drivers*) de internalización de externalidades. Estos impulsores pueden ser regulaciones directas, impuestos, regulaciones de revelación (*disclosure*), estándares de producto o sectoriales, presiones

⁶⁷ Jed Emerson, *The blended value proposition: Integrating social and financial returns*. California Management Review, 2003 45 (4) 35-51.

⁶⁸ Michael E. Porter & Mark R. Kramer, *Creating shared value*. Harvard Business Review, 2011, 89 (1-2): 62-77.

⁶⁹ KPMG International, *A new vision of value: Connecting corporate and societal value creation*, 2014.

⁷⁰ Puede verse Andrew Crane, Guido Palazzo, Laura J. Spence & Dirk Matten, *Contesting the value of "creating shared value"*. California Management Review, 2014, 56 (2) 130-149, seguido de una respuesta de Porter y Kramer (149-151) y una réplica de Crane *et al* (151-153). También las contribuciones en Josef Wieland (Ed), *Creating Shared Value: Concepts, experience, criticism*, 2017.

⁷¹ Un volumen de 2016 de Sustainability Accounting, Management and Policy Journal reúne varios análisis de la metodología de KPMG considerando algunas de sus limitaciones y condiciones.

de *stakeholders* como empleados, compradores, comunidad cercana y otras organizaciones sociales.

La tercera etapa es identificar y llevar adelante inversiones que “aumenten la resiliencia y reduzcan la volatilidad de las ganancias de largo plazo”⁷² a través de la disminución de las externalidades negativas o el aumento de las externalidades positivas.

La ganancia verdadera se determina sumando y restando las externalidades que se identifican y se miden en términos monetarios. Se consideran todos los efectos externos potenciales (positivos y negativos) de las operaciones de la empresa, de su cadena de suministro y por el uso y la disposición de los productos.

Es interesante observar el tipo de externalidades que KPMG menciona como ejemplos. En la tabla 3 se reproduce lo que se denomina “marco para identificar y cuantificar las externalidades”. Cabe observar que en este listado se incluyen aspectos que se han descrito como *rentas de los stakeholders* en el apartado 2 (ilustración 1) y que, como es el caso de impuestos, dividendos o remuneraciones, no suelen considerarse como externalidades.

En la ilustración 7 se reproducen dos esquemas que muestran lo que KPMG denomina el puente hacia la ganancia verdadera (*true earnings bridge*). Se observa que lo que se presenta como costos no son todos los costos de la empresa según la estrategia de negocios que se implementa: se separan como externalidades positivas y negativas elementos que son parte esencial de las operaciones (remuneraciones, impuestos, inversiones).

El criterio de evaluación de las inversiones se basa en el efecto que tienen en la *ganancia verdadera*: se mide un valor actual neto que refleja el efecto en el valor financiero por esa internalización y un posible valor adicional societal, “que puede proporcionar a la empresa una ventaja competitiva, por ejemplo, originada en mejores relaciones con los *stakeholders*”. En la ilustración 8 se reproduce el esquema de lo que KPMG denomina curva de valor verdadero marginal (*marginal true value curve*), con los efectos de la internalización de externalidades en proyectos que, como consecuencia de esto, tienen valor actual neto positivo o negativo.

Cabe destacar que la medición propuesta de la *ganancia verdadera* es una aplicación de la medida de evaluación social de una inversión. Para eso se considera que hay precios que no reflejan plenamente el efecto para la sociedad y, por lo tanto, la evaluación social debe considerar el efecto completo.

En este sentido, True Price Foundation desarrolla desde 2012 mediciones de precios verdaderos, o reales (de ahí la denominación de la entidad) de numerosos productos a fin de determinar precios de cuenta que incluyan los efectos societales (sociales y ambientales). Este es el antecedente de la denominación que emplea KPMG para su metodología.

De esa medición de precios ha derivado la noción de *true pricing* (determinación de precios verdadera) como elemento de decisión y comunicación de las empresas: “una metodología que permite a las compañías restaurar la confianza”.⁷³

⁷² KPMG International, *A new vision of value: Connecting corporate and societal value creation*, 2014, pág. 52.

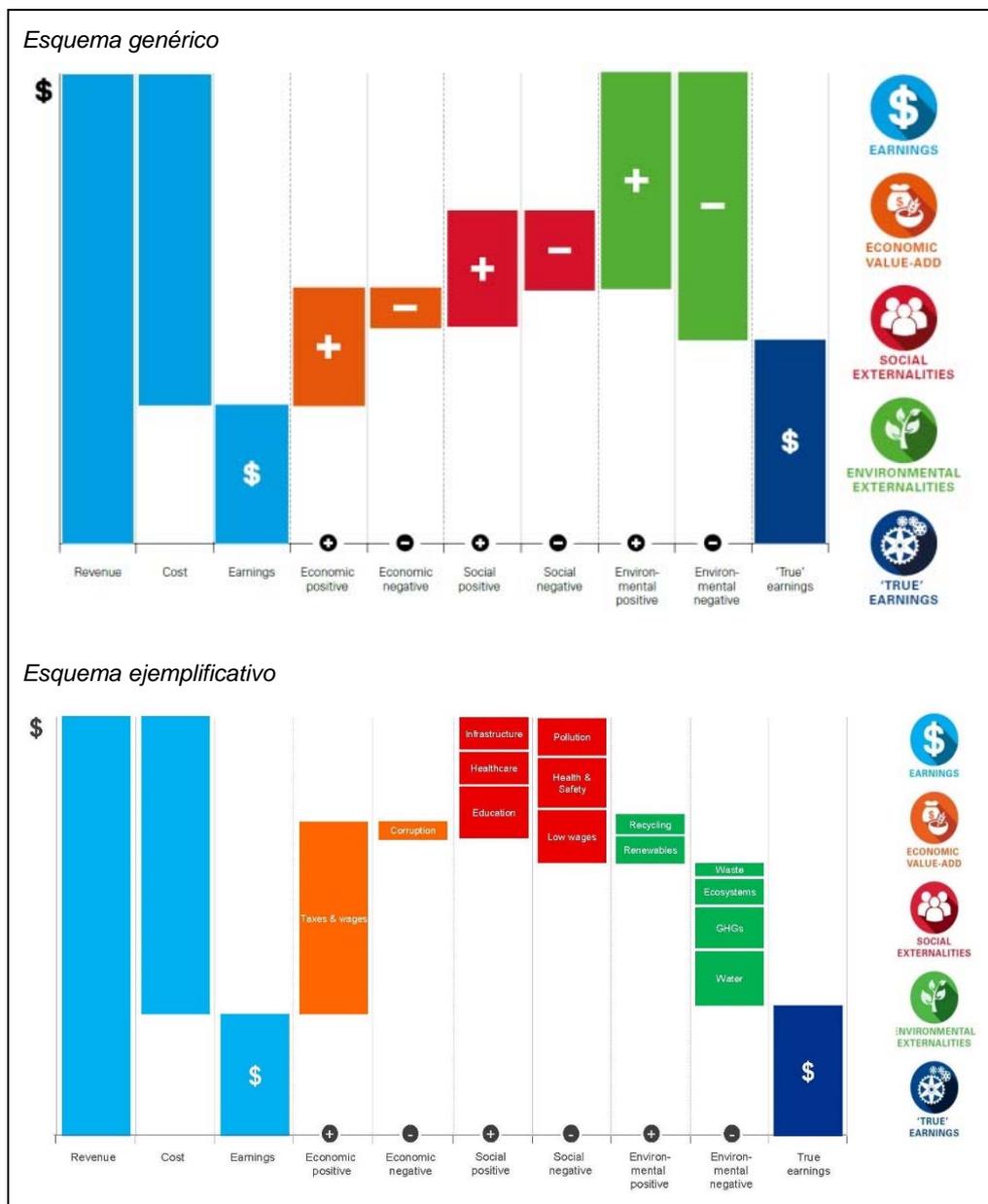
⁷³ True Price, Deloitte, EY & PwC, *The business case for True Pricing: Why you will benefit from measuring, monetizing and improving your impact*, 2014.

Tabla 3: KPMG Marco para identificar y cuantificar externalidades materiales ⁷⁴

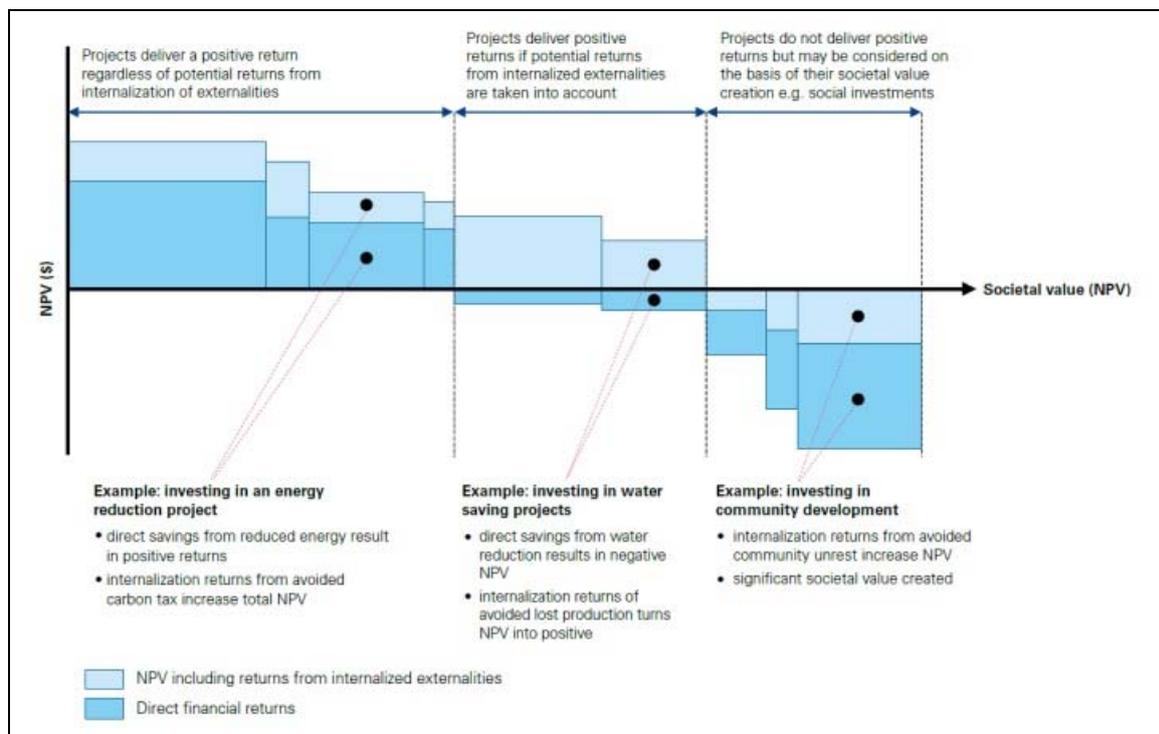
Tipo de externalidad	Externalidad	Descripción adicional
Económica positiva	Impuestos	Contribución a la economía vía impuestos de todo tipo
	Dividendos de los accionistas	Contribución a la riqueza de la sociedad a través de los rendimientos para los accionistas
	Intereses de préstamos	Contribución a la salud del sector de servicios financieros a través de intereses de préstamos
	Salarios	Provisión de ingresos sostenibles y calidad de vida para los trabajadores
Económica negativa	Impuestos evitados	Pérdida para la economía por no pagar la parte justa de los impuestos
	Corrupción	Contribución a la ineficiencia en las economías
Social positiva	Infraestructura	Provisión de infraestructura (como caminos, generación de energía) que brinda una mejor calidad de vida y oportunidades económicas
	Asistencia sanitaria	Prestación de asistencia sanitaria, por ejemplo, a trabajadores o comunidades, o a través de productos y servicios de salud y bienestar. Crea valor para la sociedad a través de la mejora de la salud y la calidad de vida
	Educación	Provisión de educación, por ejemplo, para trabajadores o comunidades, o mediante productos y servicios educativos. Crea valor para la sociedad a través de la mejora de la capacidad de ingresos y la calidad de vida
Social negativa	Salarios bajos	Incapacidad para proporcionar a los trabajadores un medio de vida sostenible y una buena calidad de vida debido a la falta de inversión en salarios dignos o a las malas condiciones de trabajo. Uso de mano de obra infantil
	Salud y seguridad	Daños a la salud, lesiones o muerte causados por una inversión insuficiente en salvaguardias de salud y seguridad
	Contaminación	Daños a la salud de los trabajadores y comunidades por contaminación del aire, agua o ruido
Ambiental positiva	Energías renovables	Desplazamiento de energías intensivas en carbono y ahorro de gases de efecto invernadero (GEI) a través de la generación de energías renovables (para operaciones de la empresa y/o suministro a la red)
	Custodia del territorio	Reforestación y otras prácticas regenerativas que mejoran ecosistemas y hábitats
	Reciclaje	Evitar el vertido de residuos o la incineración mediante la reutilización de materiales de desecho (ya sean producidos por la empresa o de otro lugar)
Ambiental negativa	Residuos	Daños ambientales causados por residuos gaseosos, líquidos o sólidos. Incluye las emisiones de GEI resultantes del vertedero y la incineración de residuos
	Ecosistemas	Degradación de los servicios ecosistémicos
	Gases de efecto invernadero y energía	Contribución al cambio climático y los costos resultantes para la sociedad y el medio ambiente a través del uso de energía y las emisiones de GEI
	Agua	Daño a ecosistemas y comunidades por extracción de agua en zonas de escasez de agua
	Materias primas	Uso de materias primas para el proceso de producción que provoca daños ambientales y escasez de recursos

⁷⁴ Adaptado de KPMG International, *A new vision of value: Connecting corporate and societal value creation*, 2014, pág. 43.

Ilustración 7: Puente hacia la ganancia verdadera según KPMG ⁷⁵



⁷⁵ Reproducido de KPMG International, *A new vision of value: Connecting corporate and societal value creation*, 2014, págs. 47 y 61.

Ilustración 8: Curva de valor verdadero marginal según KPMG ⁷⁶

La vinculación de *true value* con la evaluación social de las inversiones introduce la discusión (o crítica) de que la medida de valor de las externalidades que se propone se realiza considerando la tasa de actualización de la empresa y no una tasa social de oportunidad.⁷⁷ Como esas externalidades (en especial las ambientales) se refieren a impactos en *stakeholders* futuros,⁷⁸ una tasa de actualización más alta que la tasa social de preferencia temporal (*social rate of time preference*) disminuye la ponderación del efecto que se considera sobre el bienestar de las “futuras generaciones”.⁷⁹

⁷⁶ Reproducido de KPMG International, *A new vision of value: Connecting corporate and societal value creation*, 2014, pág. 55.

⁷⁷ Martin L. Weitzman, *Why the far-distant future should be discounted at its lowest possible rate*. *Journal of Environmental Economics and Management*, 1998, 36: 201-208.

Pueden verse estimaciones de la tasa social en Massimo Florio & Emanuela Sirtori, *The social cost of capital: Recent estimates for the EU countries*, Working paper Csil, 2013.

⁷⁸ Pueden verse comentarios en Andrea B. Coulson, *KPMG's True Value methodology: A critique of economic reasoning on the value companies create and reduce for society*. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 2016, 7 (4): 517-530.

⁷⁹ Este aspecto también se plantea en la propuesta de un *costo de capital de sostenibilidad*, que considere las distintas formas del capital que está involucrado en el funcionamiento de la empresa. Puede verse Frank Figge & Tobias Hahn, *The cost of sustainability capital and the creation of sustainable value by companies*. *Journal of Industrial Ecology*, 2005, 9 (4): 47-58; Andrea Liesen, Frank Figge & Tobias Hahn, *Net Present Sustainable Value: A new approach to sustainable investment appraisal*. *Strategic Change*, 2013, 22: 175-189.

5.3 El valor integrado: del diseño estratégico a las finanzas

Wayne Visser introduce la denominación de *creación de valor integrado* (*creating integrated value*, CIV)⁸⁰ para un enfoque centrado en la estrategia de negocios que reconoce explícitamente las nociones previas de valor sostenible y valor compartido que se comentaron en el apartado 5.1. “CIV ayuda a una empresa a integrar su respuesta a las expectativas de los *stakeholders* (con el análisis de materialidad) a través de sus sistemas de gestión (utilizando las mejores prácticas de gobierno) y los vínculos de la cadena de valor (basándose en el pensamiento del ciclo de vida). Esta integración se aplica en todos los procesos críticos del negocio, como el gobierno y la planificación estratégica, el desarrollo y la entrega de productos/servicios y la gestión de la cadena de suministro y de clientes.”

Se emplea la noción de creación de valor que es común en el enfoque de la gestión estratégica (comentado en el apartado 2) y enfatiza la innovación para un rediseño de productos y procesos que brinden soluciones a los desafíos sociales y ambientales que se encaren. En este sentido se considera la creación de un valor adicional, integrado. Con la perspectiva estratégica de la empresa se plantea que “CIV brinda múltiples beneficios comerciales, desde la reducción de riesgos, costos, responsabilidades y fatiga de auditoría hasta la mejora de la reputación, los ingresos, la motivación de los empleados, la satisfacción del cliente y las relaciones con los *stakeholders*.”

Visser se refiere específicamente a que el valor integrado se origina por las actividades de la empresa que transforman también el sector de negocios al reconocer sinergias en sus nexos y en la forma de la innovación.⁸¹

Schoenmaker y Schramade, por su parte, emplean una noción de valor integrado como expresión de la suma de un valor con perspectiva financiera (al que denominan valor para accionistas, *shareholder value*) y de un valor social y un valor ambiental. Para esto emplean la monetización de externalidades sociales y ambientales, con lo que esta noción de valor integrado coincide con el valor verdadero (*true value*) de KPMG, algo que es explícitamente reconocido.⁸²

En sus expresiones se refieren a esa monetización de externalidades también como un valor para *stakeholders* (*stakeholder value*) que refleja los intereses indirectos sociales y ambientales, “teniendo en cuenta a los *stakeholders* actuales y futuros”. Por eso distinguen ese valor de un valor para *stakeholders* tradicional (al que denominan también valor para accionistas refinado), que está referido principalmente a los *stakeholders* directos de la empresa. También se refieren

⁸⁰ Wayne Visser & Chad Kymal, *Integrated Value Creation (IVC): Beyond Corporate Social Responsibility (CSR) and Creating Shared Value (CSV)*. *Journal for International Business Ethics*, 2015, 8 (1): 29-43.

⁸¹ Puede verse Wayne Visser, *Integrated innovation: Applying systems thinking to sustainable innovation and transformation*. *Sustainability*, 2020, 12 (13): 1-14.

⁸² Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *Principles of sustainable finance*, 2019, pág. 199.

al sistema de dirección basado en el valor integrado como creación de valor de largo plazo (*long term value creation*, LTVC).⁸³

Este planteo introduce una terminología de valor en el esquema de las tres sostenibilidades de Dyllick & Muff.⁸⁴ La relación se muestra en la tabla 4.

Tabla 4: Niveles de sostenibilidad de negocios y financiera

Tipología de sostenibilidad de negocios (Dyllick & Muff, 2016)	Asuntos prioritarios	Tipología de sostenibilidad financiera (Schoenmaker & Schramade, 2019)	Valor creado
Business as usual	Económico	Finance as usual	Valor para accionistas (<i>shareholder value</i>)
Business sustainability 1.0	Económico-Social-Ambiental	Sustainable finance 1.0	Valor para accionistas refinado
Business sustainability 2.0	Económico-Social-Ambiental	Sustainable finance 2.0	Valor para <i>stakeholders</i> (triple línea de resultados)
Business sustainability 3.0	Desafíos de la sostenibilidad	Sustainable finance 3.0	Valor para el bien común

Schoenmaker & Schramade expresan las nociones de sostenibilidad con la forma de criterios de decisión (tabla 5). En el nivel 1.0, la maximización de lo que denominan valor para accionistas refinado, se introduce la restricción de un nivel mínimo de impactos sociales y ambientales.⁸⁵ En el nivel 2.0, que rotulan como de internalización de externalidades, se optimiza el valor integrado sujeto a que el valor social y ambiental, al menos, no disminuya. Con esto, por ejemplo, se previene que un impacto ambiental negativo quede compensado por un mayor nivel de ganancia económica; o que un mayor margen operativo de la empresa por captura del excedente del consumidor, como disminuye el valor social, sea compensado con un mayor valor social en algún otro aspecto.

Y en el nivel 3.0 se invierte la relación: se optimiza el valor social y ambiental sujeto a un valor financiero determinado. Este valor se establece en función de una denominada tasa de

⁸³ Willem Schramade & Dirk Schoenmaker, *Decision rules for long-term value creation*, Working paper Reinier de Adelhart Toorop Impact Institute, 2021; Lars Kurznack, Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *A model of long-term value creation*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2021, 11: 1-19.

⁸⁴ Thomas Dyllick & Katrin Muff, *Clarifying the meaning of sustainable business introducing a typology from business-as-usual to true business sustainability*. Organization and Environment, 2016, 29 (2): 156-174.

⁸⁵ En esta terminología, el *valor para accionistas refinado* tiene puntos de contacto con la noción de la *maximización ampliada de valor* (*enlightened value maximization*). Puede verse Michael Jensen, *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. Journal of Applied Corporate Finance, 2001, 14 (3): 32-42.

rendimiento justo (*fair*); suele considerarse que una tasa con esa característica es el rendimiento de mercado financiero ajustado por riesgo.⁸⁶

Tabla 5: Criterios de decisión en los niveles de sostenibilidad financiera
(Adaptado de Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *Principles of sustainable finance*)

Tipología de sostenibilidad financiera	Valor creado	Ordenamiento de factores	Optimización	Horizonte
Finance as usual	Valor para accionistas (<i>shareholder value</i>)	F	Max F	Corto plazo
Sustainable finance 1.0	Valor para accionistas refinado	F » S y A	Max F sujeto a S y A	Corto plazo
Sustainable finance 2.0	Valor para <i>stakeholders</i> (triple línea de resultados)	I = F + S + A	Optimizar I sujeto a (al menos) mantener S+A	Medio plazo
Sustainable finance 3.0	Valor para el bien común (*)	S y A » F	Optimizar S y A sujeto a F	Largo plazo

F es valor financiero, S es impacto social monetizado, A es impacto ambiental monetizado, I es valor integrado

(*) *Bien común* se refiere a lo que es compartido y beneficioso para todos o la mayoría de los miembros de una comunidad determinada.

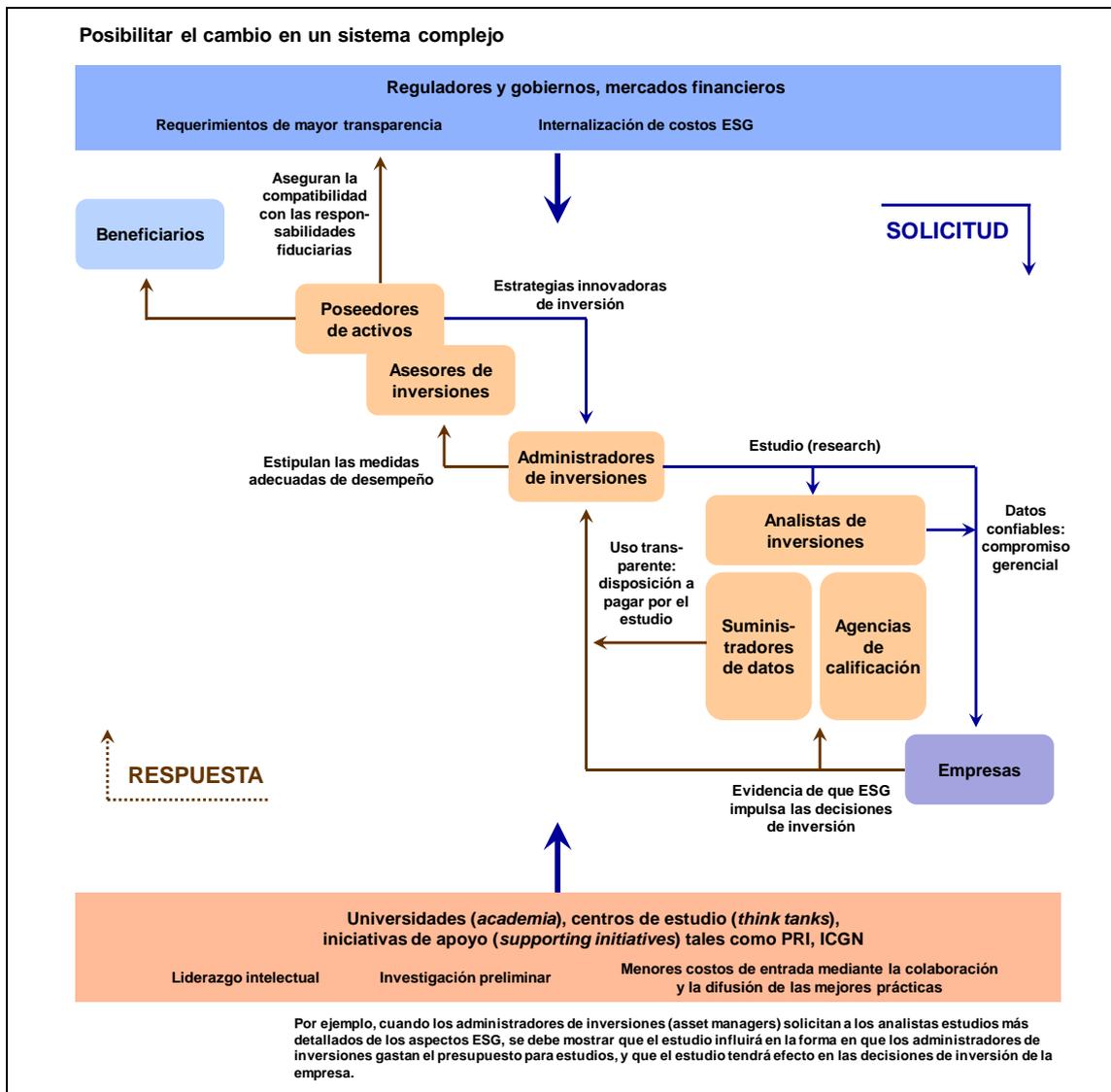
El papel de los mercados financieros se considera de modo activo, introduciendo a los actores en todas las etapas de la cadena de inversión (*investment chain*) con el criterio que fuera planteado ya en la iniciativa *Who cares wins*.⁸⁷ La cadena de inversión se extiende entre los inversores individuales, los medios de inversión colectiva y los administradores de activos, con un papel relevante de entidades bancarias, analistas, calificadores y otros participantes del sector financiero.

En la ilustración 9 se muestra el modelo de interacciones sistémicas que refleja el criterio de actuar en la cadena de inversión según el informe de *Who cares wins*. Es la dinámica con la que puede expandirse la consideración de la sostenibilidad (o temas ESG) en las decisiones empresarias. “Cuando los participantes en el origen requieren cambios importantes del modo en que funciona el sistema (en el diagrama, solicitud), ellos deben acompañar sus requerimientos con la seguridad (respuesta) de que sus propias acciones serán transparentes y que los riesgos que se toman serán recompensados.” Las interacciones muestran el modo en que los participantes intervienen en el proceso que conecta las decisiones de las empresas con los efectos sociales y ambientales que serían percibidos por los individuos en sus comunidades.

⁸⁶ En el informe de inversiones de impacto de GIIN (Global Impact Investment Network) de 2020, la encuesta respondida por 294 administradores de fondos y otros inversores institucionales en relación con las denominadas inversiones de impacto muestra que 85% tiene la tasa de mercado como objetivo de rendimiento financiero (*target financial return*). GIIN, *Annual Impact Investor Survey 2020*, pág. 4.

⁸⁷ United Nations Global Compact, *Who Cares Wins Initiative, Future Proofs? Embedding environmental, social and governance issues in investment markets*, 2009.

Ilustración 9: La integración de los temas de sostenibilidad en los mercados financieros ⁸⁸



En función de esto, Schoenmaker & Schramade analizan en detalle a los actores que impulsan la inversión y el financiamiento de las empresas (bancos, inversores institucionales), ya que su reconocimiento de los temas de sostenibilidad en las estrategias de negocios de las empresas produciría el efecto correspondiente en las decisiones.⁸⁹

⁸⁸ Basado en *Who Cares Wins Initiative, Future Proofs? Embedding environmental, social and governance issues in investment markets*, 2009, pág. 10. Esta versión en español del esquema se reproduce de Ricardo A. Fornero, *Inversión ética y pecados permitidos: La inversión financiera y los criterios morales y sociales*. XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 2014, pág. 162.

⁸⁹ Puede verse un análisis del significado de los criterios de inversión ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en Ricardo A. Fornero, *Inversión ética y pecados permitidos: La inversión financiera y los criterios morales y sociales*. XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 2014, 127-167.

5.4 Condiciones y simplificaciones en el planteo del valor integrado

Los niveles de sostenibilidad financiera que consideran Schoenmaker & Schramade (ver detalles en la tabla 5) expresan algunas simplificaciones que pueden considerarse excesivas. Se construye una base, denominada *finanzas usuales*, que es una imposibilidad en términos estratégicos y que se emplea para definir un valor financiero (o valor para accionistas). Como se comenta en el apartado 2, la creación de valor de la empresa implica la creación de valor para *stakeholders* (con diferente intensidad según el caso). De otro modo la empresa no podría sobrevivir —y la supervivencia es el objetivo prioritario de una organización. En este sentido, esta construcción que no considera a los *stakeholders* es una imposibilidad estratégica.

Significado del horizonte de decisión. En el esquema de niveles de sostenibilidad se considera que el horizonte de decisión es más largo sólo cuando se introduce un valor social y un valor ambiental en la función de optimización. Con esta perspectiva, el horizonte es corto en términos de sostenibilidad si los impactos sociales y ambientales se incluyen como restricciones a la maximización del valor para accionistas.

Surge de esto que en tal situación existe algo así como una miopía estratégica. En las decisiones de inversión en desarrollo tecnológico, en instalaciones, en innovación de productos y procesos, en infraestructura, en desarrollo de personal, etc., se puede pensar que se está considerando un horizonte extenso de efectos. Pero esto es una ilusión si no se incluyen los efectos sociales y ambientales en la maximización de valor (que en este esquema se denomina valor integrado). Si no se procede de ese modo, la organización enfrentará riesgos relacionados con la regulación, las reacciones de las organizaciones civiles, de la comunidad, etc., y verá disminuida su competitividad.

Se presenta esto como un descenso al infierno por no considerar propósitos explícitos de sostenibilidad social y ambiental, sino sólo las condiciones sociales y ambientales de sus operaciones. Por eso se califica como de corto plazo el horizonte de las decisiones en tales casos. Entonces, en esta interpretación, la perspectiva para el desarrollo y la supervivencia de la empresa es auténticamente de largo plazo sólo cuando se consideran prioritarios los aspectos que preocupan a los intelectuales y los activistas intensos, que se autocalifican como pro-sociales y pro-ambientales.

Que sea difícil diferenciar entre los asuntos centrales del negocio y los temas sociales y ambientales que son relevantes en cada contexto es un detalle que no merece mucha consideración y que se resolverá con el tiempo. Lo importante ahora es sentirse partícipes de algo así como un momento revolucionario.

En esto puede haber algunos ecos del prejuicio bastante difundido de cortoplacismo de los mercados financieros. Esto se expresa en la noción de que los inversores financieros realizan sus transacciones en busca de rendimiento y que esto condiciona las políticas de inversión y desarrollo de las empresas. Estudios recientes muestran que esto no tiene correlato con la realidad, tanto en países con mercados financieros muy activos como otros en que lo son menos.⁹⁰

⁹⁰ Mark J. Roe, *Stock market short-termism's impact*, ECGI Working paper, 2020; Mark J. Roe, *Missing the Target: Why stock market short-termism is not the problem*, 2022.

La invocación del cortoplacismo financiero puede tener razones políticas y sociales que, en algunos casos, están orientadas a transferir un mayor poder de decisión a los directivos de empresa (frente a los inversores institucionales) y a los funcionarios de gobiernos y de organismos multilaterales. En estas argumentaciones se mezcla la agenda de sostenibilidad y los argumentos para un capitalismo de *stakeholders*.⁹¹ Es una curiosa coincidencia que se realicen argumentaciones exageradas montadas en este dogma desde el World Economic Forum, uno de los propulsores del capitalismo de *stakeholders*, con expresiones tales como “el cortoplacismo del mundo financiero destruirá nuestras comunidades, nuestras economías y el planeta”.⁹²

Algunas condiciones de la optimización del valor social y ambiental

- a) La determinación del valor social y ambiental se basa en la monetización de externalidades. Como se comentó en el apartado 4, la distinción entre lo que está incorporado en el valor según la estrategia de la empresa y los impactos adicionales que resultan de otras decisiones es difícil y potencialmente muy selectiva. La definición de externalidades es porosa y la forma de determinación (comentada en el apartado 5.2) parece orientada más bien a obtener elementos para mostrar, lo que no es tan extraño, porque es un producto de consultoría. Y, como expresa Matthew Stewart, “los consultores en dirección no impulsarán un enfoque de estrategia que no implique ventas significativas de trabajo de consultoría”.⁹³
- b) Una condición del desarrollo sostenible es el consumo sostenible. Schoenmaker & Schramade reconocen que el principal “cuello de botella” “no es técnico sino social. ¿Están los hogares y las empresas preparados para cambiar sus patrones de consumo y producción?”⁹⁴ Comentan distintos ejemplos y situaciones de los cuales surgiría que la prioridad del desarrollo sostenible no está reflejada en la conducta de los consumidores.

Hay una desvinculación esperable entre los consumos con los que se busca satisfacción y las condiciones posibles para su provisión (es decir, los componentes de esos bienes y servicios). Por esto, las expresiones sobre lo que es adecuado para el mundo, en las que muchos están de acuerdo en forma genérica, no se manifiestan en cambios congruentes en sus consumos. También hay una larga historia de consumos que para algunos son reprochables y que sin embargo tienen una sostenida demanda.⁹⁵

Puede verse también Jesse M. Fried & Charles C.Y. Wang, *Short-termism and capital flows*. ECGI Working paper, 2018.

⁹¹ Puede verse Ricardo A. Fornero, *El interés en los interesados: Capitalismo de stakeholders y el “objetivo financiero de la empresa”*. 41 Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 2021, 207-247.

⁹² Sasja Beslik, *The finance world’s short-termism will destroy our communities, economies and the planet*, World Economic Forum, 2017, May 17.

⁹³ Matthew Stewart, *The Management Myth: Why the experts keep getting it wrong*, 2009, pág. 142.

⁹⁴ Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *Principles of sustainable finance*, 2019, pág. 75.

⁹⁵ Puede verse el caso de las actividades rotuladas como “vicios y pecados” en Ricardo A. Fornero, *Paradojas de la inversión poco ética: ¿Es conveniente invertir en vicios y pecados?* XXXVI Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 2016, 147-186.

Claramente hay un rol de empresas y organizaciones para ofrecer alternativas alineadas con la sostenibilidad, pero uno podría preguntarse acerca de los deseos de quién se manifestarían en estas estrategias. ¿Acaso las empresas deben guiarse por lo que dice una vanguardia esclarecida que sabe lo que las personas *deberían* desear y que, por tanto, eso es lo que hay que atender?

Tal vez en algún momento futuro todas las personas, desde los niños a los ancianos, recitarán diariamente como jaculatorias los diecisiete objetivos de desarrollo sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, y sus conductas de consumo, sociales y políticas serán consecuentes con esto. Mientras tanto, las prioridades relevantes parece que seguirán siendo otras.

- c) La concreción del valor social y ambiental (que para Schoenmaker es la única forma en que se manifiesta una perspectiva de plazo más largo de la creación de valor) se considera que existirá cuando “se cumpla verdaderamente la función social de las finanzas”.

“Para alcanzar ese potencial, el sector financiero debe intensificar sus esfuerzos en términos de profundidad y amplitud del análisis de preparación para la transición, su compromiso y la concentración de sus carteras”. “Los administradores de activos tendrán que poner a disposición del público productos que no solo hagan lo anterior, sino que también lo hagan de una manera que sea creíble y verificable, lo cual es un gran desafío, ya que incluso los profesionales están confundidos por el estado actual del campo.”⁹⁶

Es importante señalar que al producirse esta transformación –y si las prioridades o ponderaciones de los valores sociales están en línea con las condiciones supuestas en los temas sociales y ambientales– el valor transable de la empresa reflejará plenamente esos efectos de las operaciones.

Entonces, el valor integrado como objetivo en la optimización resulta superfluo, ya que el valor transable incluye el reconocimiento de todos los aspectos, en función de las prioridades que prevalecen. Puede decirse que la noción de valor integrado es un elemento analítico para comunicación de las actividades de la empresa, como lo es el valor verdadero (*true value*) en que se basa, según se comentó en el apartado 5.2.

Las condiciones de decisión. Un aspecto que también es importante destacar es el papel que se considera para las medidas de valor que resultan de las perspectivas explicitadas (integrado, verdadero, sostenible). En todas se sigue el enfoque clásico, considerando que el criterio de decisión de las inversiones es la regla del valor actual neto: “Empleando la metodología del valor total, la regla del valor actual neto puede incorporar en su cálculo las dimensiones social y ambiental.”⁹⁷

Por una parte, considerar la medida del valor incremental originado en una inversión (la “creación de valor”) no es un asunto trivial, ya que debe realizarse a partir de una base congruente. Es sabido que el valor estimado antes de considerar la inversión incluye los efectos de largo plazo de la estrategia. Entonces, si las inversiones con las que se implementa la estrategia

⁹⁶ Dirk Schoenmaker, *Investing for the common good: A sustainable finance framework*. Bruegel Essay and Lecture Series, 2017.

⁹⁷ Dirk Schoenmaker & Willem Schramade, *Principles of sustainable finance*, 2019, pág. 74.

no implican cambios en los impulsores estimados, su realización sólo confirmaría el valor de la estrategia, sin que implique aumento de valor (o sea, su valor actual neto es cercano a cero). Incluso puede decirse que si no se realizan, el valor disminuiría. Esta es una condición de consistencia técnica que es válida para todas las versiones de valor que se quieran emplear: transable, integrado, etc.

Por otra parte, el uso de medidas estándar (valor actual neto, tasa de rentabilidad, etc.) como criterio de decisión supone un automatismo en el sistema de dirección que no es realista en muchas situaciones de decisión. Las decisiones de inversión en las organizaciones se toman en condiciones de complejidad y de politicidad que son diferentes según el alcance, la materia o el momento de la decisión. *Complejidad* se refiere básicamente al grado de incertidumbre acerca de las condiciones en que se concretará la inversión y *politicidad* es el nivel controversia acerca de los objetivos y/o los resultados, es decir, los intereses involucrados que deben negociarse.⁹⁸

Las medidas estándar del efecto de una inversión que se mencionaron son útiles como regla cuando la incertidumbre y la politicidad son bajas. En todas las demás situaciones esas medidas suelen emplearse como argumentos secundarios en los procesos de dirección, ya que los elementos relevantes para los decisores son otros.⁹⁹

Considerando las dificultades de medición de los efectos sociales y ambientales relacionados con una estrategia y sus inversiones de implementación, así como los diferentes intereses que condicionan los compromisos necesarios para la concreción, resulta por lo menos llamativo el papel central que se da a esas reglas estándar de decisión. Enfoques como el que se comenta aquí se plantean como de innovación en el rol de las empresas y sus decisiones, enfatizando la importancia de considerar las situaciones de transición que se enfrentan. Esto requiere una consideración realista de los procesos de dirección que caracterizan a las organizaciones involucradas. Las simplificaciones excesivas en este aspecto afectan la percepción de las condiciones que enfrentan tanto las propuestas de inversión como la posibilidad de una implementación efectiva.

6. Conclusión: El valor de la empresa y el negocio de la sostenibilidad

La noción de un valor para los accionistas y de un valor para los otros *stakeholders* como alternativas del objetivo en una función de optimización de las decisiones es difícil de mantener si se considera que la medida de valor relevante es una estimación de lo que se reflejará en una valoración pública o compartida. La alternativa a esta referencia es una valuación con una perspectiva privada, que es sólo del decisor en la empresa. En una se considera el impacto que

⁹⁸ Pueden verse comentarios en Ricardo A. Fornero, *Procesos y conducta en las decisiones de inversión*. XXXIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 2013, 120-143 (especialmente págs. 121-125).

⁹⁹ Puede verse Hyoung-Goo Kang, Richard M. Burton & Will Mitchell, *How firms' capital budgeting methods differ as Knightian uncertainty and controversy vary*. 31st Strategic Management Society Conference, 2009.

pueden tener las prioridades sociales con que serán evaluadas las actividades de la empresa. En la otra se consideran las prioridades (o valores) del decisor.¹⁰⁰

En el marco de la estimación del valor transable, el valor para los *stakeholders* distintos a los financiadores de la empresa está implícito en la estimación del valor para los financiadores. El modelo que se formula para estimar el valor de la empresa para los accionistas ya considera la distribución del valor que caracteriza a la estrategia. Por tanto, no hay un adicional a esto que tendría la forma de un valor para *stakeholders*.

Es claro que la estimación del valor transable se basa en un amplio conjunto de estimaciones. Estas serían las mejores estimaciones que pueden hacerse en ese momento con la información disponible, e incluyen juicios acerca de las prioridades sociales y el modo en que se manifestarán en el valor reconocido de los títulos. Si en ese mismo momento se puede realizar una mejor estimación de algunos de esos efectos, deben tenerse en cuenta en la valuación, y no como base de un valor alternativo.

Cabe remarcar que la estimación de valor para accionistas es la estimación de un valor transable, mientras que el valor para los demás *stakeholders* se puede determinar con una expresión monetizada de la captura de valor por cada uno. Estas magnitudes no son transables con la perspectiva de la empresa, aunque puedan serlo como parte del valor transable de algunos de los *stakeholders* (por ejemplo, proveedores, organizaciones asociadas).

Esas expresiones monetizadas pueden emplearse con fines de comunicación, de negociación o de reputación. El impacto de estas acciones directivas debería estar reflejado en la estimación del excedente financiero y, por ende, en la estimación de valor para los accionistas.

Los temas de sostenibilidad (en términos de impactos económicos, sociales y ambientales de las actividades de la empresa) se manifiestan en una extensa agenda que, en la parte pertinente, debe ser considerada en la gestión estratégica. El grado en que esos aspectos son efectivamente incorporados en el manejo de la empresa que se valúa afectará la valuación que se realiza, es decir, la estimación del valor transable o valor para los accionistas. De este modo se reconocerá el impacto que las actividades de la empresa tendrán en la percepción de la rentabilidad y el riesgo. Este impacto se basa en un juicio acerca de las prioridades sociales que serán relevantes.

Al contrario de esto, la noción de valor integrado plantea que hay un valor social y un valor ambiental que debe considerarse adicionalmente en las decisiones. Y se dice que debe considerarse porque los aspectos sociales y ambientales afectan el desempeño futuro de la empresa, tanto en la magnitud de los excedentes futuros como en el riesgo al que están expuestos (debido, por ejemplo, a posibles regulaciones o presiones de *stakeholders*). Por eso las decisiones deben adoptar una perspectiva de sostenibilidad en sentido amplio.

Ante esto, es importante considerar que, si es posible determinar esos efectos en el desempeño futuro, debe evaluarse la adecuación de la gestión estratégica en esos aspectos, lo que quedará reflejado en la estimación del valor transable. Si se tienen en cuenta esos aspectos, y en qué medida, es algo que corresponde al ámbito más amplio de la dirección de la empresa. La valuación reflejará el juicio acerca de lo que se hace, no el modo en que debe hacerse.

¹⁰⁰ Algunas consideraciones sobre esto y un modelo que refleja el bienestar del accionista cuando los inversores son pro-sociales pueden verse en Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, Journal of Law, Finance, and Accounting, 2017, 2: 247-274.

Se ha ido formando un ecosistema en el ámbito de la sostenibilidad, con una gran gama de interesados: consultoras de negocios, centros académicos, observatorios, organizaciones no gubernamentales, etc. En este ecosistema se producen numerosos enfoques de los problemas, así como estándares, indicaciones de mejores prácticas, análisis sectoriales y demás. Todos estos elementos son buenas bases para delinear la estrategia competitiva de las empresas, en la medida que sean pertinentes. Y en la valuación (la estimación del valor transable de la empresa) se reconocerá el desempeño previsible en función de eso.

El problema es que a veces los intereses de las organizaciones de ese ecosistema de la sostenibilidad se expresan en simplificaciones excesivas cuando se refieren a un valor para accionistas que suponen limitado, miope o, incluso, contrario a la supervivencia o el crecimiento de la empresa. En algunos casos esta forma limitada de considerar el valor transable de los títulos parece basarse en el interés en vender productos de consultoría. En otros casos podría ser la expresión de un juicio acerca de las prioridades sociales que deberían prevalecer, sustituyendo a las que realmente se pueden observar. También podría ser la expresión de una esperanza de que el mundo cambie hacia lo que los proponentes consideran que los miembros de la sociedad deberían valorar.

Cualquiera sea el caso, no es un problema del valor transable y su estimación, sino de quienes tienen esos intereses o albergan esas esperanzas.

REFERENCIAS

- Adner, R. & Kapoor, R. (2010). *Value creation in innovation ecosystems: How the structure of technological interdependence affects firm performance in new technology generations*. Strategic Management Journal, 31 (3): 306-333
- Banerjee, S.B. (2007). *Corporate Social Responsibility: The Good, the Bad and the Ugly*. Edward Elgar
- Beslik, S. (2017). *The finance world's short-termism will destroy our communities, economies and the planet*, World Economic Forum, May 17
- Boundreaux, D.J. & Meiners, R. (2019). *Externality: Origins and classifications*. Natural Resources Journal, 59 (1): 1-33
- Bowman, C. & Ambrosini, V. (2000). *Value creation versus value capture: Towards a coherent definition of value in strategy*. British Journal of Management, 11: 1-15
- Bowman, E. & Hurry, D. (1993). *Strategy through the option lens: An integrated view of resource investments and the incremental-choice process*. Academy of Management Review, 18 (4): 760-782
- Brandenburger, A.M. & Stuart, H.W. (1996). *Value-based business strategy*. Journal of Economics and Management Strategy, 5 (1): 5-24
- Caldecott, B., Tilbury, J. & Carey, C. (2014). *Stranded assets and scenarios*. Discussion Paper Smith School of Enterprise and the Environment, University of Oxford
- Carroll, A.B. (1999). *Corporate Social Responsibility: Evolution of a definitional construct*. Business & Society, 38 (3): 268-295
- Roger C. Y. Chen, R.C.Y., Hung, S-W. & Lee, C-H. (2017). *Does corporate value affect the relationship between Corporate Social Responsibility and stock returns?* Journal of Sustainable Finance & Investment, 7 (2): 1-9

- Cirjevskis, A. (2022). *A discourse on foresight and the valuation of explicit and tacit synergies in strategic collaborations*. Journal of Risk and Financial Management, 15: 2-18
- Coff, R.W. (1999). *When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power*. Organization Science, 10 (2): 119-133
- Coff, R.W. & Laverly, K.J. (2007). *Real options meet organizational theory: Coping with path dependencies, agency costs, and organizational form*. En Reuer, J.J. & Tong, T.W. (Ed), *Real Options Theory*, págs. 333-361
- Coulson, A.B. (2016). *KPMG's True Value methodology: A critique of economic reasoning on the value companies create and reduce for society*. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 7 (4): 517-530
- Crane, A., Palazzo, G., Spence, L.J. & Matten, D. (2014). *Contesting the value of "creating shared value"*. California Management Review, 56 (2) 130-149
- Deringer, W.P. (2012). *Calculated Values: The Politics and Epistemology of Economic Numbers in Britain, 1688-1738*, Tesis doctoral Princeton University
- Driouchi, T. & Bennett, D.J. (2012). *Real options in management and organizational strategy: A review of decision-making and performance implications*. International Journal of Management Reviews, 14 (1): 39-62
- Dyck, A., Lins, K.V., Roth, L. & Wagner, H.F. (2019). *Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence*. Journal of Financial Economics, 131 (3): 693-714
- Dyer, J.H. & Singh, H. (1998). *The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage*. Academy of Management Review, 23 (4): 660-679
- Dyer, J.H., Singh, H. & Hesterly, W.S. (2018). *The relational view revisited: A dynamic perspective on value creation and value capture*. Strategic Management Journal, 39 (12): 3140-3162
- Dyllick, T. & Muff, K. (2016). *Clarifying the meaning of sustainable business introducing a typology from business-as-usual to true business sustainability*. Organization and Environment, 29 (2): 156-174
- Edgar, W.B. & Lockwood, C.A. (2021). *Corporate core competencies' essence, contexts, discovery, and future: A call to action for executives and researchers*, Sage Open
- Elkington, J. (1994). *Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development*. California Management Review, 36 (2): 90-100
- Elkington, J. (1998). *Cannibals with Forks: The triple bottom line of 21st century business*. Capstone
- Emerson, J. (2003). *The blended value proposition: Integrating social and financial returns*. California Management Review, 45 (4) 35-51
- Figge, F. & Hahn, T. (2005). *The cost of sustainability capital and the creation of sustainable value by companies*. Journal of Industrial Ecology, 9 (4): 47-58
- Florio, M. & Sirtori, E. (2013). *The social cost of capital: Recent estimates for the EU countries*, Working paper Csil
- Folta, T.B. & O'Brien, J.P. (2007). *Market versus managerial valuations of real options*. En Reuer, J.J. & Tong, T.W. (Ed), *Real Options Theory*, Advances in Strategic Management, Vol 24, JAI Press, 199-224
- Fornero, R.A. (2013). *Procesos y conducta en las decisiones de inversión*. XXXIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 120-143
- Fornero, R.A. (2014). *Inversión ética y pecados permitidos: La inversión financiera y los criterios morales y sociales*. XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 127-167
- Fornero, R.A. (2015). *Cronología ilustrada de las finanzas*, Parte I. Disponible en academia.edu

- Fornero, R.A. (2016). *Paradojas de la inversión poco ética: ¿Es conveniente invertir en vicios y pecados?* XXXVI Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 147-186
- Fornero, R.A. (2017). *Criterios para determinar el valor económico*. En Albornoz, C. y Tapia, G. (Ed), *Tratado de finanzas*, págs. 83-124
- Fornero, R.A. (2021). *El interés en los interesados: Capitalismo de stakeholders y el “objetivo financiero de la empresa”*. 41 Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 207-247
- Foss, N.J., Klein, P.G., Kor, Y.Y. & Mahoney, J.T. (2008). *Entrepreneurship, subjectivism, and the resource-based view: Toward a new synthesis*. Strategic Entrepreneurship Journal, 2: 73-94
- Fried, J.M. & Wang, C.C.Y. (2018). *Short-termism and capital flows*. ECGI Working paper
- García-Castro, R. & Aguilera, R.V. (2015). *Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders*. Strategic Management Journal, 36: 137-147
- GIIN, *Annual Impact Investor Survey 2020*
- Graeber, D. (2018). *Hacia una teoría antropológica del valor: La moneda falsa de nuestros sueños*. Fondo de Cultura Económica
- Grossman, S.J. (1995). *Dynamic asset allocation and the informational efficiency of markets*. Journal of Finance, 50 (3): 773-787
- Gulati, R. (1999). *Network location and learning: The influence of network resources and firm capabilities on alliance formation*. Strategic Management Journal, 20: 397-420
- Tuomisaari, J.H., Peltonen, T.R.N., Dong, X. & Nyman, G. (2013). *Value capture and value creation in high-velocity networked environments*. 2013 IEEE International Conference on Service Operations and Logistics, and Informatics
- Harnett, E.S. (2016). *Social and asocial learning about climate change among institutional investors: Lessons for stranded assets*. Journal of Sustainable Finance & Investment, 6 (1): 1-24
- Hart, O. & Zingales, L. (2017). *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, Journal of Law, Finance, and Accounting, 2: 247-274
- Hart, S.L. (2005). *Capitalism at the Crossroads: The unlimited business opportunities in solving the world's most difficult problems*. Wharton - Pearson
- Hart, S.L. & Milstein, M.B. (2003). *Creating sustainable value*. Academy of Management Executive, 17 (2): 56-67
- Holcombe, R.G. & Sobel, R.S. (2001). *Public policy toward pecuniary externalities*. Public Finance Review, 29 (4): 304-325
- Jensen, M.J. (2001). *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. Journal of Applied Corporate Finance, 14 (3): 32-42
- Kang, H-G., Burton, R.M. & Mitchell, W. (2009). *How firms' capital budgeting methods differ as Knightian uncertainty and controversy vary*. 31st Strategic Management Society Conference
- Khademi, B. (2020). *Ecosystem value creation and capture: A systematic review of literature and potential research opportunities*. Technology Innovation Management Review, 10 (1): 16-34
- Kogut, B. & Kulatilaka, N. (1994). *Options thinking and platform investments: Investing in opportunity*. California Management Review, 36 (2): 52-71
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 7th Ed. Wiley
- KPMG International (2014). *A new vision of value: Connecting corporate and societal value creation*
- Kraaijenbrink, J. & Spender, J-C. (2011). *Theories of the firm and their value creation assumptions*. 31st Strategic Management Society (SMS) Annual International Conference
- Kurzsnack, L., Schoenmaker, D. & Schramade, W. (2021). *A model of long-term value creation*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 11: 1-19

- Lavie, D. (2006). *The competitive advantage of interconnected firms: an extension of the resource-based view*. *Academy of Management Review*, 31 (3): 638-658
- Liesen, A., Figge, F. & Hahn, T. (2013). *Net Present Sustainable Value: A new approach to sustainable investment appraisal*. *Strategic Change*, 22: 175-189
- Look, C. & Baschuk, B. (2022). *A new inflation era leaves Powell and Lagarde seeking answers*, Bloomberg News, Jun 29
- Margolis, J.D. & Walsh, J.P. (2003). *Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business*. *Administrative Science Quarterly*, 48 (2): 268-305
- McWilliams, A. & Siegel, D. (2001). *Corporate Social Responsibility: A theory of the firm perspective*. *Academy of Management Review*, 26 (1): 117-127
- Milliken, F.J. (1987). *Three types of perceived uncertainty about the environment: State, effect, and response uncertainty*. *Academy of Management Review*, 12 (1): 133-143
- Moss Kanter, R. (1999). *From spare change to real change: The social sector as beta site for business innovation*. *Harvard Business Review*, 77 (3): 122-128
- Myers, S. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. *Journal of Financial Economics*, 5 (3): 147-175
- Oh, J., Koh, B. & Raghunathan, S. (2015). *Value appropriation between the platform provider and app developers in mobile platform mediated networks*. *Journal of Information Technology*, 30 (3): 245-259
- Omran, M.A. & Ramdhony, D. (2015). *Theoretical perspectives on corporate social responsibility disclosure: A critical review*. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5 (2): 38-55
- Parker, G., Alstynne, M. van & Jiang, X. (2017). *Platform ecosystems: How developers invert the firm*. *MIS Quarterly*, 41 (1): 255-266
- Pérez, L., Hunt, V., Samandari, H., Nuttall, R. & Bellone, D. (2022). *How to make ESG real*, McKinsey Quarterly, August
- Peteraf, M.A. & Barney, J.B. (2003). *Unraveling the resource-based tangle*. *Managerial and Decision Economics*, 24: 309-323
- Porter, M.E. (1982). *Estrategia competitiva*. CECSA
- Porter, M.E. & Kramer, M.R. (2011). *Creating shared value*. *Harvard Business Review*, 89 (1-2): 62-77
- Posen, H.E., Leiblein, M.J. & Chen, J.S. (2018). *Towards a behavioral theory of real options: Noisy signals, bias, and learning*. *Strategic Management Journal*, 39 (4): 1112-1138
- Prahalad, C.K. & Hamel, G. (1990). *The core competence of the corporation*. *Harvard Business Review*, 68 (3): 79-91
- Radziwon, A., Bogers, M. & Bilberg, A. (2017). *Creating and capturing value in a regional innovation ecosystem: A study of how manufacturing SMEs develop collaborative solutions*. *International Journal of Technology Management*, 75 (1-4): 73-96
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: The new standard for business performance*. The Free Press
- Roe, M.J. (2020). *Stock market short-termism's impact*, ECGI Working paper
- Roe, M.J. (2022). *Missing the Target: Why stock market short-termism is not the problem*. Oxford University Press
- Rowley, T.J. & Moldoveanu, M. (2003). *When will stakeholder groups act? An interest- and identity-based model of stakeholder group mobilization*. *Academy of Management Review*, 28 (2): 204-219

- Santos, E. & Khan, K. (2018). *Determinant factors of pecuniary externalities*. International Journal of Business & Management, 6 (8): 180-198
- Schaltegger, S. & Figge, F. (2000). *Environmental shareholder value: Economic success with corporate environmental management*. Eco-Management and Auditing, 7: 29-42
- Schramade, W. & Schoenmaker, D. (2021). *Decision rules for long-term value creation*, Working paper Reinier de Adelhart Toorop Impact Institute
- Schoenmaker, D. (2017). *Investing for the common good: A sustainable finance framework*. Bruegel Essay and Lecture Series
- Schoenmaker, D. & Schramade, W. (2019). *Principles of Sustainable Finance*. Oxford University Press
- Silver, N. (2017). *Blindness to risk: Why institutional investors ignore the risk of stranded assets*. Journal of Sustainable Finance & Investment, 7 (1), 99-113
- Srnicek, N. (2018). *Capitalismo de plataformas*. Caja Negra (Buenos Aires)
- Stewart, M. (2009). *The Management Myth: Why the experts keep getting it wrong*. Norton & Co.
- Trigeorgis, L. & Reuer, J.J. (2017). *Real options theory in strategic management*. Strategic Management Journal, 38: 42-63
- True Price, Deloitte, EY & PwC (2014). *The business case for True Pricing: Why you will benefit from measuring, monetizing and improving your impact*
- United Nations Global Compact (2009). *Who Cares Wins Initiative, Future Proofs? Embedding environmental, social and governance issues in investment markets*
- Visser, W. (2020). *Integrated innovation: Applying systems thinking to sustainable innovation and transformation*. Sustainability, 12 (13): 1-14
- Visser, W. & Kymal, C. (2015). *Integrated Value Creation (IVC): Beyond Corporate Social Responsibility (CSR) and Creating Shared Value (CSV)*. Journal for International Business Ethics, 8 (1): 29-43
- Weitzman, M.L. (1998). *Why the far-distant future should be discounted at its lowest possible rate*. Journal of Environmental Economics and Management, 36: 201-208
- Wieland, J. (Ed) (2017). *Creating Shared Value: Concepts, experience, criticism*. Springer
- Winck, B. (2022). *Fed Chair Powell warned that sky-high inflation could turn permanent. It's the opposite of what he said a year ago*, en sitio web businessinsider.com, Jun 29