

de desarrollo económico, y esta relación se ha confirmado empíricamente. Se requiere un sistema político con un poder ejecutivo, legislativo y judicial que ofrezca garantías y eficacia a los ciudadanos. En los años noventa se ha puesto de manifiesto la necesidad de una reforma institucional que dote a los países de instituciones adecuadas para enfrentarse a la globalización. *Governance* también se refiere a la calidad de la estructura institucional que determina la calidad de la acción colectiva de una sociedad. Este concepto de *good governance* es reciente en la agenda de la cooperación internacional y tiene múltiples acepciones, según el contexto en que se utilice. El autor describe cómo las entienden cada una de las agencias multilaterales.

La última parte del libro se refiere a la participación de España en las instituciones multilaterales. Paloma Durán y Lalaguna escribe un artículo que titula «España en los organismos internacionales y el enfoque de género», y Ángel Martín Acebes titula el capítulo «España y las instituciones financieras multilaterales», en el que se aportan datos sobre la participación económica de España en dichas instituciones.

Como se puede deducir de esta reseña, la monografía que se presenta tiene gran interés no sólo para los estudiosos de las relaciones internacionales, sino también para personas sensibilizadas con los problemas que afectan al desarrollo del tercer mundo y a la erradicación de la pobreza, ya que ofrece una visión crítica de la situación en que se encuentran las ayudas de los organis-

mos multilaterales, ofreciendo soluciones que pueden conducir a mejorar la igualdad y redistribución de la renta.

M.^a LUCÍA CABAÑES ARGUDO

JUAN PÉREZ-CARBALLO VEIGA: *Del valor de la empresa a la creación del valor: Estrategias para empresarios y financieros.*

Civitas Ediciones, Madrid, 2001.

El Informe Olivencia, publicado en 1998, dedicado al gobierno de las sociedades cotizadas en Bolsa, recomienda «como objetivo último de la compañía la maximización de valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en los medios financieros, la creación de valor para el accionista»; sin embargo, para el autor del libro objeto de análisis, ambos términos no son del todo equivalentes.

Distinguir entre valor de una empresa y el valor creado en un período permite diferenciar entre una buena empresa y una inversión rentable para el accionista. El libro se adentra en dicha distinción a lo largo de sus 266 páginas. Para ello dedica los capítulos 3, 4, 5 y 8 a la primera de las cuestiones, y los capítulos 1, 2, 9, 10, 11 y 12, a la segunda. El capítulo 7, denominado «del valor de la empresa a la creación de valor» vincula ambos aspectos. El capítulo 6, se ocupa de la «valoración de empresas de alto rendimiento: el fenómeno tecnológico». El 13, de los «generadores financieros y operativos». El 14 aborda «el multiplicador la rentabilidad del accionista», y el final, el 15, se dedica a «la im-

plantación de la gestión basada en el valor».

Aceptar crear valor como objetivo de la gestión exige someterse a los dictados del mercado, pues es éste el que sanciona las expectativas de la empresa y fija el coste financiero de oportunidad de los inversores. También supone aceptar su dictamen sobre los resultados obtenidos.

El compromiso de los dirigentes empresariales consiste en satisfacer las exigencias de la rentabilidad de los accionistas, y en caso de incumplirlas deberían ser cuestionados por el mercado. Así sucede, cada vez más, en el ámbito anglosajón, donde la rotación de directivos por este incumplimiento, cuando se produce, es frecuente. Pero no es éste, todavía –continúa el autor–, el caso español, donde no es habitual que en las empresas que destruyen valor, a veces de forma importante, se produzcan cambios en sus órganos rectores o se refleje en sus remuneraciones.

La división entre propiedad y el control de las empresas favorece que sean los gestores los que reparan la riqueza creada. En ausencia de sistemas de gobierno adecuados podría suceder –nos recuerda el autor– como aquel patricio romano que, nombrado árbitro entre dos ciudades enfrentadas por disputas territoriales, negoció las fronteras con cada uno de ellos por separado, reteniendo para Roma la franja que dejó en medio. Es una ley universal, –continúa el autor– que quien alcanza el poder lo ejerce, casi siempre, en provecho propio, aun a expensas de terceros, más si cabe en las organizaciones empresariales,

donde todavía parece no haber llegado la separación de poderes de Mostesquieu, cuyo objetivo es el de tratar de evitar arbitrariedades.

Siendo la cotización bursátil un elemento clave para medir la generación de valor, es importante analizar la competencia del mercado para estimar correctamente el valor de las empresas. En este sentido –nos recuerda el autor– todavía continúa abierta la polémica sobre si el mercado es eficiente, o no, para establecer estándares y evaluaciones.

La hipótesis del mercado eficiente acepta que toda la información sobre las empresas y su entorno es accesible a todos los inversores, que éstos saben cómo interpretarla y que, en cada momento, se encuentra incorporada a las cotizaciones. Esto precisa que en el mercado operen numerosos expertos y actúen racionalmente en búsqueda del mayor beneficio. Cuanto más rápidamente se difunda la información y mayor sea el número de analistas que participan en el mercado, mayor será su eficiencia.

Al planteamiento de eficiencia, se enfrenta otra opinión que considera al mercado incapaz de fijar correctamente el valor de las empresas. En este caso, la cotización no refleja necesariamente el valor intrínseco. Probablemente –concluye el autor–, la realidad se sitúa en un grado intermedio de eficacia, de modo que los inversores con más conocimientos e información consigan mejores resultados que el resto.

Crear valor para el accionista de forma sostenible exige atender la demanda de los clientes, mantener

relaciones mutuamente provechosas con los proveedores y con el personal, motivando a ambos colectivos, y cumplir con los deberes de un buen miembro de la comunidad. Sólo después se podrá retribuir adecuadamente a los propietarios –concluye el autor.

El objetivo de crear valor resume el resto de los objetivos económico-financieros relacionados con la rentabilidad, el crecimiento, la liquidez, la estructura de la financiación y el riesgo, pues todos ellos contribuyen a ese fin. Pero su capacidad de síntesis –prosigue el autor– llega más lejos, pues el valor creado es un índice de resultados, es decir, consecuencia del comportamiento de los parámetros de tipo causal relacionados con la situación del mercado, la posición de la empresa en el mismo y la calidad de la gestión de sus operaciones.

Como contraste de los planteamientos, conviene reconocer otras opiniones que cuestionan que la creación de valor para el accionista deba ser el objetivo de la empresa. A este respecto, el autor menciona al inventor y empresario Thomas A. Edison, quien recordaba: «No lo olvide, nunca debe pensar en las ganancias, sino en el servicio a la sociedad.»

La puesta en marcha de un sistema de gestión basado en la creación de valor para el accionista parte de establecer las estrategias, políticas y criterios de actuación para que las decisiones que se tomen en el ámbito de toda la empresa generen valor sostenible y creciente año tras año. Su implantación exige aplicar la siguiente secuencia de actividades: formulación del objeti-

vo de creación de valor, análisis de la situación de partida, plan de mejora de las actividades, plan de mejora corporativo, actualización del sistema de control y motivación, criterios de información al mercado.

Finalmente reseñamos las principales conclusiones del autor. El valor teórico de la empresa deriva de sus expectativas en el marco de su entorno, y la creación de valor depende de la variación de tales expectativas durante el período para el que se calcule. Capitalizan todos los comportamientos esperados de las expectativas y de sus variaciones, respectivamente. Son muy sensibles a las fluctuaciones de ambos comportamientos. El valor creado es más volátil que el valor teórico.

Crear valor exige un esfuerzo continuado de cambio para mejorar las expectativas. Cuando se sigue haciendo lo mismo no se pueden esperar resultados diferentes.

Los tres principales mecanismos de creación de valor en la empresa y las causas que los alimentan se muestran en el cuadro de la página siguiente.

El valor de la empresa, en relación con el mercado, es controlable en función de sus estrategias. El reparto entre los diferentes partícipes depende de las decisiones de los gestores empresariales, quienes, por su lado, es de suponer que tratarán de retener para sí la mayor parte posible.

Los accionistas deben implantar sistemas de gobierno que los protejan en dicho reparto y sistemas de motivación a los gestores que les es-

| Mecanismos de creación de valor | Causas que los alimentan |
|---------------------------------|--|
| Potencial para crear valor | Innovación Conocimiento Activos estratégicos Estilos de dirección |
| Valor de planificación | Crecimiento Diversificación |
| Valor de ejecución | Calidad de la gestión operativa de las actividades actuales |

timulen a crear valor. En este diseño de estos sistemas, el accionista no debe olvidar que lo que persigue el gestor es su propio beneficio.

El método de valoración más fiable para cualquier tipo de empresa, aun con sus limitaciones, consiste en descontar sus flujos futuros de fondos

Los conceptos de valor teórico y de creación de valor referidos a empresas cotizadas en Bolsa son igualmente aplicables a las no cotizadas.

La trayectoria de la cotización tiende, aunque de forma errática y en zigzag, hacia el valor teórico, de evolución más pausada y predecible. A corto plazo la evolución de las cotizaciones se ve muy influenciada por la especulación y las estrategias chartistas de inversión, basadas en el análisis técnico. Ambas actuaciones, junto con los esporádicos com-

portamientos de euforia o pánico de los inversores, amplifican la volatilidad de las cotizaciones.

La eficiencia de los mercados parece ser cuestionada por la existencia de anomalías, hechos genéricos y recurrentes que permiten anticipar el comportamiento de las cotizaciones. Para que la Bolsa opere eficientemente debe mantener su credibilidad para el conjunto del mercado.

En España, la cotización de las empresas esta influida negativamente por el peso excesivo de accionista de control, con intereses a veces divergentes de los del accionista individual. Está pendiente de solucionar cómo conseguir la representación efectiva en los órganos rectores de los pequeños accionistas. La inclusión de los denominados consejeros independientes no parece ser la solución adecuada.

JUAN M. GONZÁLEZ TUDELA