



# El papel de los inversores en la consideración del largo plazo en la estrategia empresarial: una aproximación desde la Responsabilidad Social Corporativa

Manuel Moreno García  
Elena Mañas Alcón  
Óscar René Montes Pineda



## El papel de los inversores en la consideración del largo plazo en la estrategia empresarial: una aproximación desde la Responsabilidad Social Corporativa

### RESUMEN

En este documento de trabajo se analiza el estado de la literatura sobre la situación del enfoque hacia el largo plazo en las organizaciones. Se parte de la premisa de que el cortoplacismo en la definición de los objetivos empresariales ha sido una de las causas de la pasada crisis financiera, así como de los desequilibrios globales que sufre el planeta. Cortoplacismo que se sigue manteniendo en un bucle de difícil salida que implica a los mercados financieros, los CEOs y los inversores. Junto a lo anterior han aparecido nuevas demandas sociales que se han concretado en los Objetivos de Desarrollo Sostenible, más conocidos como los ODS, promovidos desde la ONU, que podrían ver facilitada su aplicación desde una visión de largo plazo.

De la revisión de la literatura se deduce que para la creación de valor desde la RSC se precisa del alineamiento, con el trasfondo del largo plazo, entre los CEOs y los inversores en el Gobierno corporativo. Para ello se ha identificado como relevante la posibilidad de generar un sobre-rendimiento de las inversiones socialmente responsables, que tendría capacidad para implicar a los inversores con los ODS y el largo plazo. Este caso se daría cuando los objetivos no financieros seleccionados fuesen resultado de un adecuado trabajo, realizado en cada organización, sobre la selección de los temas materiales ambientales, sociales y de buen gobierno.

**Palabras clave:** Accionistas; Agenda 2030; cortoplacismo; enterprise risk management; gobierno corporativo; grupos de interés; inversión socialmente responsable; largo plazo; ODS; responsabilidad social corporativa; valor compartido; valor intangible.

### ABSTRACT

This document analyzes the state of the literature on the state of the long-term approach in organizations. It is based on the idea that enterprise goals short-termism approach has been one of the causes of the past financial crisis, as well as origin the global imbalances. Short-termism approach remains in an endless loop involving financial markets, CEOs and investors. At the same time, new social demands have emerged, which can be achieved by

the Sustainable Development Goals (SDGs) promoted from the UN, which could be developed more easily from a long-term approach.

From the literature review, it follows that for the value creation from the CSR, alignment is needed within the long-term approach, between CEOs and investors inside corporate governance. To this end, the possibility of generating a socially responsible investments over-performance has been identified as relevant, which would have the capacity to involve investors with the SDGs and the long-term approach. This case would occur when non-financial objectives selected were the result of an adequate work, carried out in each organization, on the selection of environmental, social and good governance material issues.

**Key words:** 2030 agenda; corporate governance; corporate social responsibility; enterprise risk management; intangible value; long term approach; SDGs; shared value; shareholders; short-termism approach; socially responsible investing; stakeholders.

## **AUTORES**

**MANUEL MORENO GARCÍA.** Actuario con acreditación CERA (Certified Enterprise Risk Actuary) y CPD. Diplomado IESE (PDG); Diplomado IEF (PDF). Máster en Sostenibilidad UNED. Lecturer of Risk Management en EAE Business School y UB. Doctorando del Programa de Economía y Gestión Empresarial de la Universidad de Alcalá.

**ELENA MAÑAS ALCÓN.** Directora de la Cátedra de Responsabilidad Social Corporativa de la Universidad de Alcalá. Profesora Titular del Departamento de Económica y Dirección de Empresas de la Universidad de Alcalá.

**ÓSCAR RENÉ MONTES PINEDA.** Profesor Ayudante Doctor del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Alcalá.

### ***Agradecimientos***

*Los autores quieren agradecer a la profesora Beatriz Fernández Olit la lectura de versiones preliminares del texto así como sus valiosos comentarios.*

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

Índice de acrónimos.....	5
1. Introducción y antecedentes. ....	6
2. La creación de valor desde la RSC. ....	9
3. ¿Es rentable la inversión en empresas socialmente responsables? .....	12
4. Selección y gestión de los objetivos ASG en las organizaciones. ....	17
5. El enfoque hacia el LP y la sostenibilidad económica. ....	22
6. El impulso del legislador.....	25
7. El bucle del cortoplacismo: ¿es posible romperlo?.....	31
8. Conclusiones.....	40
9. Bibliografía .....	42

## Índice de acrónimos

ASG	Ambiental, Social, Gobernanza
CEO	Chief Executive Officer
COSO	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway
DJSI	Dow Jones Sustainability Indice
ERM	Enterprise Risk Management
GI	Grupos de Interés
GRI	Global Reporting Initiative
IR	Integrated Reporting
ISR	Inversión Socialmente Responsable
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
OIT	Organización Internacional del Trabajo
RSC	Responsabilidad Social Corporativa
SASB	Sustainability Accounting Standards Board
VUCA	Volatility, Uncertatinty, Complexity, Ambiguity
WDCSD	World Business Council for Sustainable Development

## 1. Introducción y antecedentes.

**P**arece existir un consenso sobre las causas de la pasada crisis financiera (2007-2008). Los fallos en las decisiones de los órganos de gobierno corporativo de las instituciones financieras, determinaron estrategias de riesgos orientadas a la obtención de beneficios en el corto plazo que fueron finalmente opacas a los riesgos globales de la economía, Ellul (2015). De tal manera que se acabó perjudicando al desempeño de las instituciones financieras, dejando sin protección a sus grupos de interés (clientes, accionistas, trabajadores y sociedad en general). Y finalmente, se acabaron viendo afectados el resto de los sectores económicos y el conjunto de la sociedad.

Aunque la crisis del 2007 se da ya por superada<sup>1</sup>, se mantiene una situación económica anómala. Un escenario caracterizado por un gran nivel de endeudamiento y unos tipos de interés inusualmente bajos, la situación no debería alargarse excesivamente so pena de correr el riesgo de generar una burbuja sobre la deuda. Por otro lado, y desde un planteamiento económico tradicional, los tipos de interés bajos deberían fomentar el trasvase de fondos desde la renta fija hacia la inversión y el desarrollo de la economía productiva, cosa que no está sucediendo. Barton (2017) escenifica esta situación describiendo un estancamiento de la inversión, desigualdades económicas crecientes, y disminución de la confianza en las instituciones y en los CEO. Otros utilizan el acrónimo VUCA<sup>2</sup>, Volatility (V), Uncertainty (U), Complexity (C) y Ambiguity (A).

Merece especial atención en el escenario actual la crisis de confianza en las instituciones, Barton (2017), y en las empresas, Porter y Kramer (2011). Crisis que se llega a manifestar en las encuestas, como el barómetro que viene realizando la empresa Edelman Trust Barometer Global Report (2018 y 2019). Este estudio muestra que la confianza general hacia las empresas se sitúa algo por encima del 50% para el 2018 y 2019; para la Administración (Government) no llega al 50%; y para las instituciones españolas en general tampoco llega al 50%. Respecto a las empresas es interesante el dato de que un 56% de los encuestados cree que las empresas que solo piensan en sí mismas y sus ganancias están destinadas a fracasar; y un 60% afirma que los CEOs se mueven más por la codicia que el deseo de hacer generar un impacto positivo en el

<sup>1</sup> En otoño de 2016 los tres índices USA se situaron en máximos históricos.

<sup>2</sup> Una descripción detallada sobre VUCA puede consultarse en: <https://hbr.org/2014/01/what-vuca-really-means-for-you> y en <https://davidruyet.wordpress.com/2015/03/12/el-mundo-es-vuca/>.

mundo. Esta encuesta introduce otra de las características de la actualidad, una demanda de comportamiento ético y de que la actividad genere un impacto positivo en el mundo.

La problemática generada ha llegado a preocupar a los grandes inversores como Fink (2019), que detecta un enfado popular, un auge de los nacionalismos y la xenofobia que desde las empresas habría que tratar de mitigar. Para Fink (2018 y 2019) la solución, además del enfoque hacia el largo plazo (en adelante LP), pasaría por la inclusión de un propósito social en las organizaciones. Este propósito social se podría concretar en la actualidad, por ejemplo, a partir del plan de acción impulsado por la ONU, la Agenda 2030<sup>3</sup>, sobre los Objetivos de desarrollo sostenible (UN, 2015) que por su propia proyección en el tiempo precisa de la consideración del largo plazo para su desarrollo. También los objetivos del Acuerdo de París (COP21, 2015) sobre el cambio climático necesitarían del largo plazo para su desarrollo.

Tanto el informe Edelman (2018), como Barton (2017), Porter & Kramer (2011) y Sewchurran, K. et al. (2019) coinciden, cada uno desde su perspectiva, en que un reenfoque de las empresas hacia el LP podría facilitar la salida a esta situación. Parece más recomendable esta alternativa que la solución de generar inflación para ir reduciendo la carga de la deuda en un escenario que ya se vivió en la década de los setenta.

En este documento se pretende realizar un análisis del estado de la literatura sobre la consideración del largo plazo en la estrategia empresarial, las posibles ventajas que podrían derivarse de ello, así como los problemas y dificultades para su implantación. Para ello, se han realizado búsquedas sobre la RSC/Sostenibilidad como elemento que daría respuestas a las demandas sociales y generaría confianza, al tiempo que se atiende a una necesaria rentabilidad económica en el ámbito del LP. Se ha estimado que los inversores son colaboradores necesarios, pues las políticas de RSC suponen un gasto actual para generar un valor intangible, no inmediato, que finalmente puede transformarse en un valor económico en el futuro. Así que el siguiente paso tiene que ver con los inversores y la Inversión Socialmente Responsable (ISR). Con posterioridad, se analiza la selección de objetivos no financieros para luego completar el análisis con las ventajas económicas de un enfoque hacia el LP. Una vez identificados los beneficios

---

<sup>3</sup> Ver: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>

del LP, se analizan las aportaciones del legislador para su impulso. El documento finaliza con los problemas detectados para la implantación del LP, el bucle de cortoplacismo, y las posibles palancas para romper con esta inercia.

Tras este planteamiento sobre la metodología a seguir, se han realizado búsquedas en la literatura sobre la consideración del LP en los ámbitos de RSC, Inversores, Materialidad de los aspectos ASG (ambientales, sociales y gobernanza), y rendimiento económico con escasos resultados. La mayor parte se obtienen de publicaciones de elevada calidad académica, muchas de ellas recientes, y provenientes principalmente de USA y del Sudeste asiático. También hay algunas aportaciones relevantes desde Europa. En concreto, en España se realizan aportaciones desde la diferencia del mercado europeo, y más concretamente el español, donde la importancia de los Bancos y Aseguradoras como inversores institucionales es muy importante, en comparación con los países anglosajones.

Finalmente, se extraen algunas conclusiones de la revisión de la literatura. La principal sería que una RSC gestionada desde la estrategia empresarial y desde su materialidad (relevancia) para la empresa y los grupos de interés, tendría capacidad para la creación de valor para la empresa y para obtener un sobre-rendimiento económico para los inversores. Este resultado, en sí mismo, podría tener la capacidad para alinear y comprometer a CEOs e inversores en el Gobierno Corporativo, en adelante GC, entorno a una incorporación del LP en los objetivos empresariales. Si no se produjese este alineamiento probablemente los resultados sería más cosméticos que reales. Un segundo argumento para el alineamiento entre CEOs e inversores en el LP podría ser la defensa del alto valor intangible que incorporan las cotizaciones bursátiles de algunas empresas. Defensa de difícilmente podría hacerse teniendo en cuenta solo el corto plazo. Y finalmente también podría actuar de “palanca” para el cambio, la necesidad de generar valor para el cliente que permita a la empresa salir de la estandarización actual de muchos productos y, por tanto, de los estrechos márgenes. La construcción de un valor para el cliente, como por ejemplo un mejor servicio, precisaría también del LP.



## 2. La creación de valor desde la RSC.

**D**esde las empresas se está tomando conciencia de los problemas comentados en la introducción. La reciente carta, Business Roundtable (2019), firmada por casi 200 consejeros delegados de grandes compañías de Estados Unidos (prácticamente todas las empresas del Dow Jones) donde proponen un objetivo empresarial para mejorar la sociedad más allá de los beneficios, parece confirmar esta toma de conciencia de los CEOs. La gestión de la RSC en sus empresas podría ser el instrumento que necesitan.

Del análisis de la literatura de la RSC se constatan varios conceptos que han ido apareciendo a lo largo del tiempo. La primera idea que aparece con fuerza consiste en maximizar los beneficios empresariales (Friedman, 1970). Las fuerzas del mercado ya se encargarían de corregir el resto de los desequilibrios por sí solas. Simplemente se trataría de proteger la eficiencia del mercado para que éste pueda corregir sus desequilibrios por sí mismo. Este enfoque se cuestionó, entre otras, por la Teoría de los Stakeholders. Con ella se pasa a considerar a todos los GI (stakeholders o grupos de interés), además de los accionistas, que deben ser tenidos en cuenta por los CEOs en su gestión (Freeman, 1984). La última crisis económica ha acabado de mostrar lo insuficiente de lo aportado por Friedman. El mercado no ha sido capaz de corregir aspectos como la corrupción, la contaminación, o la vulneración de derechos humanos. El artículo publicado por Carroll, A. & Shabana, K. (2010), justifica mediante un caso de negocio las ventajas económicas de la RSC justificando la superación de lo aportado por Friedman. Para ello se necesita que las actividades de RSC se realicen en colaboración con los GI y que las ventajas económicas se desarrollen en un sentido amplio (teniendo en cuenta variables intermedias -como la satisfacción de los consumidores- y otras circunstanciales además de los beneficios directos más evidentes).

Más recientemente, la RSC ha ido evolucionando sobre la base de los tres pilares que la conforman actualmente: aspectos sociales, ambientales y de buen gobierno. Estos tres pilares se basan en el decálogo de principios, “The Ten Principles of the UN Global Compact”, UN (1999), que Kofi Annan presentó en el Foro Económico Mundial de Davos el 31 de enero de 1999, lanzando el llamado Pacto Mundial. A pesar de que los diez principios ya incorporaban aspectos de gestión empresarial, como la prevención o precaución de los impactos extrafinancieros, para muchos RSC significa filantropía en

el ámbito de los diez principios. La idea subyacente es la de compensar a los GI, o la sociedad en general, por los impactos negativos que han recibido por la actividad de la organización. Esta forma de entender la RSC puede estar generando una respuesta cosmética en las organizaciones: publicidad, relaciones públicas... con el objetivo de mostrar las buenas obras sociales y ambientales que la empresa esté realizando. Se persigue una mejora de la reputación empresarial al mismo tiempo que se satisfacen algunos problemas sociales, pero puede no ser suficientemente eficaz para la generación de confianza que la sociedad necesita, contribuyendo así a la resolución de los problemas globales y a la sostenibilidad empresarial. Al mismo tiempo se estaría implantando al margen de la estrategia empresarial, con las limitaciones que ello supone al prescindirse de toda la estructura organizacional que las empresas mantienen para la consecución de sus objetivos estratégicos (Porter & Kramer, 2002).

Porter & Kramer (2006) evolucionan el concepto hacia la idea de la creación de un valor compartido, donde ambos (sociedad y organizaciones) deben ganar en cada una de las decisiones que se tomen, fomentando así las buenas relaciones en el largo plazo. Para ello, parte de la idea de que la RSC no surge para compensar la confrontación entre la sociedad y las organizaciones, sino que surge porque la sociedad y las organizaciones se necesitan mutuamente (las organizaciones necesitan sociedades sanas y las sociedades necesitan buenas organizaciones). El valor compartido, así definido, se convierte en la base de la RSC estratégica impulsada por Porter e integrable en las estrategias empresariales. Donde estrategia significa elegir para crear valor, y desde este punto de vista significa elegir los problemas sociales que pueden conferir una ventaja competitiva a la organización. Para ello deben trabajarse conjuntamente los aspectos internos de la organización (prácticas operativas) y los aspectos externos (dimensiones sociales del contexto competitivo) a fin de lograr un valor compartido que se materializa en el largo plazo. Todo ello, siguiendo a Porter, sin perder de vista que el principal propósito de la empresa debe ser el de la creación de un valor económico.

Con respecto a los postulados neoclásicos de Friedman, el cambio supone que al valor económico se le incorpora un nuevo valor social en la línea de lo que propone Fink (2018), que se incorpora a la estrategia empresarial por méritos propios ya que es capaz de crear una ventaja competitiva. Y, por lo tanto, de interés para CEOs e inversores que valorarán adecuadamente la creación de una ventaja competitiva.

Los postulados de Porter implican necesariamente la obligación de valorar en el LP las inversiones que se realicen en el ámbito de la RSC, al igual que sucedería con la investigación y el desarrollo, que es donde pueden mostrar su eficacia las inversiones sociales, ambientales y de gobernanza. Sus propuestas pueden suponer gastos actuales en innovación que presentan sus beneficios en el LP, y sin esta perspectiva es difícil mostrar un interés económico por estas inversiones.

Con todo, la incorporación de un enfoque hacia el LP se convierte en un elemento clave para que la RSC cree valor para la organización y así resulte atractiva para que los CEOs la incorporen como un componente más de la estrategia empresarial y los inversores la valoren como positiva. La RSC así considerada, Porter la denomina RSC estratégica, ver tabla 1.

**Tabla 1 De la RSC reactiva a la RSC estratégica**

Evitar las malas prácticas	RSC reactiva = Buena ciudadana + hacerse cargo del perjuicio social.
Contribuciones Filantrópicas	<b>COSTE A CORTO PLAZO Y ACCION FRAGMENTADA</b>
Crear valor compartido conjunto: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sobre las prácticas operativas (interno)</li> <li>• Sobre las dimensiones sociales del contexto competitivo (externo)</li> </ul>	RSC estratégica = Desarrollo económico y social.  <b>ACCION INTEGRADA GENERADORA DE CONFIANZA PARA LA CREACION DE UN VALOR COMPARTIDO A LARGO PLAZO</b>  Estratégica, significa elección de los problemas sociales que son oportunidades de generar una mejora para la sociedad, y de conferir una ventaja competitiva para la organización. Se integrará en la estrategia central de la empresa.

Elaboración propia a partir de Porter & Kramer (2006)

Para algunos autores la RSC estratégica sería capaz de crear un retorno económico pues promovería el compromiso positivo de los trabajadores (Zhou, ZC et al., 2018), su

productividad laboral, y finalmente generaría un impacto financiero positivo originado desde las ventas (Flammer, 2015). Para Pinillos et al. (2018) y Barton (2017) también habría indicios sobre la capacidad de la RSC para crear un valor económico.

Finalmente, Argandoña (2010), completa este enfoque incorporando la dimensión ética. Con ello se pasa de entender la RSC como el uso de los recursos de una organización, para crear valor económico mediante la creación de valor social, a una RSC que debe compatibilizar lo anterior, con una obligación de carácter moral o social para atender las propias responsabilidades derivadas de sus decisiones (aunque la legalidad no obligue a ello). Es decir, Argandoña incorpora las responsabilidades sobre aspectos ASG, derivadas de las decisiones empresariales, que deben ser atendidas, aunque no sean generadoras de valor, más allá de un valor reputacional. Desde este punto de vista cada organización debería ser capaz de concretar donde aplicar la debida diligencia sobre los temas ASG para corregir sus impactos negativos, más allá de la búsqueda de una creación de valor.

Además de la capacidad de esta RSC para generar conjuntamente un valor económico y la confianza que la sociedad precisa, concretada en las nuevas demandas sociales sobre objetivos de desarrollo sostenible, podría ser la respuesta que demandan los directivos firmantes de la carta Business Roundtable (2019). El límite a la generación de un valor compartido con los GI estaría en la necesaria actuación con “debida diligencia” para reparar los daños causados por la actividad de la empresa como propone Argandoña (2010).

### **3. ¿Es rentable la inversión en empresas socialmente responsables?**

**E**sta es la pregunta que se harían los inversores ante la posibilidad de invertir en empresas que incluyan en su estrategia objetivos sobre RSC. Dado que las decisiones sobre estrategia en las organizaciones se toman desde los gobiernos corporativos, habría que contar con el apoyo de los accionistas para la incorporación del LP en las decisiones sobre RSC. Es algo evidente pues si los inversores no considerasen la RSC como un principio capaz de crear un valor (económico o reputacional) podrían estimar inversiones alternativas, guiados por los analistas financieros, que no incorporasen la asignación de recursos empresariales que precisa la RSC.

A la necesidad de implicar a los inversores habría que añadir otro colectivo, el de los analistas financieros y sus estimaciones. Los CEOs muestran una dependencia de los informes de los analistas financieros, en su mayoría enfocados hacia el CP. En palabras de Argandoña (2010) se estaría ante un comportamiento gregario de los directivos hacia una visión cortoplacista instaurada en los mercados financieros. Por lo tanto, el apoyo de los inversores y los analistas dependería de si realmente la RSC, y sus objetivos de desarrollo sostenible, son capaces de crear un valor económico en el LP. No hay que olvidar que el rendimiento económico es el lenguaje de los inversores y los analistas.

Se han realizado múltiples estudios empíricos sobre la posible relación entre los aspectos ASG y el desempeño financiero. En este sentido es relevante el metaestudio de Friede et al. (2015) recopilando más de 2000 estudios que presentan resultados diversos. Si bien es cierto que parecen decantarse mayoritariamente hacia una relación positiva entre la RSC y el desempeño financiero. Faltaría por ver si esta creación de valor tiene capacidad para mejorar el rendimiento de las acciones. Según Amel-Zadeh (2018:37), Margolis et al. (2014), extraído de Khan et al. (2016), y Fernández, M. et al. (2018), no se han encontrado evidencias de la relación entre la práctica de la Inversión Socialmente Responsable, en adelante ISR, y el rendimiento de las acciones. Argandoña (2007:7) también habla de resultados no concluyentes debido a que los distintos estudios presentan resultados contradictorios, entre los partidarios de una relación positiva entre RSC y el rendimiento económico para el accionista y los que no lo aprecian.

Si esto fuese así, la RSC solo interesaría a los inversores desde un compromiso ético y reputacional consistente en la defensa de un valor intangible de las empresas donde invierten. Según Fink (2018 y 2019), para los inversores también así sería recomendable pues tendría la capacidad de generar la confianza que la sociedad está demandando.

Desde otro punto de vista, el de los índices de sostenibilidad, hay estudios que confirman la indiferencia de los inversores (en forma de precio o volumen) sobre la pertenencia de un valor o no a un índice de sostenibilidad como el DJSI (Durand et al., 2019). Esta situación, junto con los informes contradictorios sobre el rendimiento de la ISR estaría reforzando la argumentación de Porter & Kramer (2006) sobre lo cosmético de algunas informaciones sobre sostenibilidad, ya que en la práctica a los inversores no les estaría preocupando en demasía.

Profundizando sobre la situación, la discrepancia mostrada entre los resultados esperados y la realidad podría explicarse desde dos puntos de vista. Por un lado, la RSC estratégica podría estar poco asimilada y comprendida en el mundo empresarial, y por otro, los inversores y los analistas no estaría apreciado su capacidad para crear valor económico en el LP.

Tras esta opacidad ante la posible creación de valor de la RSC en el LP podría estar el cortoplacismo reinante en los mercados financieros. Así parece deducirse de la encuesta de McKinsey Quarterly (2016) que defiende que el cortoplacismo sigue instaurado en la economía. Entre sus resultados expone que el 65% de los ejecutivos y miembros de la junta directiva dijeron que la presión sobre los altos ejecutivos para que ofrecieran resultados a corto plazo había aumentado en los últimos 5 años, extraído de Barton (2017).

Si el cortoplacismo sigue implantado en la economía, la RSC estratégica no habría podido desarrollarse y los directivos, por su parte, tampoco habrían sido capaces de impulsarla al carecer de argumentos económicos defendibles en el CP. Pero esto podría no ser del todo cierto para algunas empresas que han realizado un desarrollo selectivo de la sostenibilidad. Según Khan et al. (2016), dependería del tipo de inversiones en sostenibilidad que estuviese realizando la empresa, pues no todas estarían generando el mismo rendimiento para la empresa. Estos autores, en su estudio, distinguen entre inversiones en sostenibilidad sobre temas que son materiales para la industria y las que no. Para ello se basan en las clasificaciones sectoriales, realizadas por Sustainability Accounting Standards Board, en adelante SASB, sobre los aspectos de las inversiones en sostenibilidad que resultan materiales. El resultado de las regresiones realizadas en periodos de 249 meses (LP), concluyen que las empresas que invierten recursos en sostenibilidad sobre aspectos materiales para su industria tienen un rendimiento económico, para el accionista, superior a las que no lo hacen. Mientras que las inversiones en temas de sostenibilidad que no resultan materiales no tienen una repercusión clara sobre el rendimiento económico. De forma que, según Khan et al. (2016), la clave para el inversor estaría en conocer como se está gestionando el gasto en sostenibilidad dentro de cada empresa para asegurarse un mayor retorno económico. Según este autor, el establecimiento de normas contables para la información no financiera estaría poniendo a disposición de los inversores esta información. Así que



podrían estar en condiciones de apoyar o impulsar un desarrollo sostenible a LP en las empresas.

Aunque el estudio de Khan et al. (2016) está basado en las clasificaciones sectoriales de SASB sobre las inversiones en sostenibilidad que resultan materiales, no parece improbable que un estudio sobre la materialidad de las inversiones ASG en cada organización, más afinada que la realizada por SASB, arrojará mejores resultados respecto a su aporte al rendimiento financiero y para el accionista.

Hay que tener presente que el análisis de la materialidad de SASB<sup>4</sup> parte de una identificación de los aspectos clave relacionados con la sostenibilidad para 79 industrias. Esta identificación se realiza a partir de búsquedas de palabras clave en Bloomberg, matizadas con consultas a los actores del sector, para luego filtrarlas por las posibles evidencias sobre sus impactos financieros y sus posibles impactos a futuro. SASB trabaja bajo el objetivo de presentar información que resulte significativa para los inversores. Esta metodología se puede afinar bajo la forma de entender la materialidad de Bazán et al. (2016), que expone un análisis de la materialidad específica para cada organización y trabajada conjuntamente con sus GI. Este modo de enfocar la materialidad coincide también con la expuesta en el documento 101, pág. 28, del Global Reporting Initiative (2016). Este estándar exige además una justificación de la “materialización” en términos de su impacto (tangible e intangible, positivo o negativo, a CP y LP) para los GI y la empresa en línea con el planteamiento de Bazán.

La materialidad, así entendida, sería coincidente con el planteamiento de Porter & Kramer (2006) que defendía que la estrategia de una organización significa elegir para crear valor, y desde el prisma de la sostenibilidad significa elegir los problemas sociales que pueden conferir una ventaja competitiva a la organización. Porter recomendaba trabajar aspectos internos de la organización (prácticas operativas) y los externos (dimensiones sociales del contexto competitivo) a fin de lograr un valor compartido con los GI que se materializa en el largo plazo. Es decir, para Porter también es necesaria la selección de los temas de sostenibilidad. En este caso desde el punto de vista de su importancia para la organización y sus GI, tanto interna como externamente, para la creación de un valor compartido. Indirectamente, Khan et al. (2016) estarían demostrando que la creación del valor compartido que proponía Porter, a partir de una

---

<sup>4</sup> Extraído de [www.sasb.org](http://www.sasb.org)

RSC estratégica, tendría la capacidad para traducirse en un mayor rendimiento accionarial en el LP.

Desde otro punto de vista, Khan et al. (2016) estarían demostrando desde el rendimiento de las inversiones, la existencia de una correlación positiva entre GC, variable clave, la RSC/Sostenibilidad, y el desempeño económico (Fowler & Hope 2007; Jo & Harjoto, 2012; Benavides et al. 2013; Chan et al., 2014; Friede, Busch & Bassen, 2015; Rodríguez-Fernández, 2016), extraído de Pinillos et al. (2018). En este caso, la variable GC se traduciría en una actuación sobre la materialidad de los aspectos ASG.

El límite de atender solo a lo material, sería la “obligación” que tiene cada organización de hacerse cargo de los impactos negativos que produce por su actividad, bajo el criterio de debida diligencia como exponía Argandoña. Desde el punto de vista de los inversores, el estudio de Khan et al. (2016) no se opondría a Argandoña al mostrar un efecto neutro de las inversiones sostenibles no materiales, según la clasificación sectorial de SASB, en el rendimiento económico.

Para completar la perspectiva de los inversores en la literatura, cabría preguntarse por los inversores que pueden ser más sensibles a estos planteamientos. De la variedad existente, serían los llamados inversores institucionales sensibles a la presión<sup>5</sup> (bancos y compañías de seguros principalmente) los más interesados en la supervivencia a LP de las empresas y, por lo tanto, los que más fácilmente pueden facilitar el desarrollo de la RSC en las empresas. Esto es así por las relaciones comerciales (p ej. en forma de préstamos o seguros) que pueden establecer con las empresas donde invierten y el buen fin de las mismas (retornos de préstamos, o mejor calidad de riesgos para las aseguradoras, CRO FORUM (2014)), y por las cuestiones éticas y reputacionales que les podrían afectar. Más favorables al cortoplacismo estarían los inversores institucionales resistentes a la presión como los fondos (de inversión, pensiones o de capital riesgos), García-Meca et al. (2018). La participación activa de estos inversores sensibles a la presión, podría ser determinante en el Consejo de Directores para el desarrollo de la RSC, sobre todo en la Europa continental y especialmente en países como España donde su importancia es relevante.

El papel de los inversores institucionales también es trabajado por Kim et al. (2019). Estos autores lo relacionan desde el horizonte temporal de inversión de las instituciones

---

<sup>5</sup> El término “sensibles a la presión” hace referencia la sensibilidad mostrada ante las preocupaciones sociales.



que está positivamente relacionado con la RSE. Lo mismo sucede con las empresas de propiedad familiar, donde el compromiso de la familia con la continuidad de la empresa fortalece la orientación a LP de la empresa.

En un segundo término, pues no están interesados directamente en la promoción de la RSC, pero sí en la inversión en el LP, se encontrarían los inversores seguidores de la teoría de la “inversión en valor” como Warren Buffet (Rajablu, 2011). Estos inversores, con su enfoque hacia el LP podrían facilitar la incorporación de la RSC a la estrategia empresarial. Pues es el LP el elemento necesario que facilita una estrategia ambiental proactiva dentro de un compromiso ético (Dou et al., 2017).

Estos inversores con un horizonte temporal situado en el LP y con un interés para que las empresas donde invierten hagan bien las cosas, podrían considerarse como un capital intangible a considerar. En la terminología de los reportes integrados (IIRC, 2013) quedaría situado dentro del denominado como capital social y relacional.

#### **4. Selección y gestión de los objetivos ASG en las organizaciones.**

**U**na RSC bien gestionada, en el LP y bajo criterios de materialidad (tanto para las organizaciones como para los GI) en la selección de sus objetivos, podría ser una de las claves para devolver la confianza, mejorar la rentabilidad y crear el marco para el desarrollo de proyectos de inversión sostenibles. Y todo ello con el apoyo de los inversores.

En la actualidad, para la selección de los aspectos ASG materiales en cada organización, parece recomendable acudir a los ODS que la ONU ha propuesto bajo un plan de acción, la Agenda 2030. Se trata de una propuesta de objetivos ASG de ámbito mundial compuesta por 17 objetivos divididos en 169 metas que configuran un marco para poner fin a la pobreza, reducir la desigualdad y luchar contra el cambio climático. Dentro del entorno de la ONU, se propone una guía para la aplicación práctica de los ODS en las empresas. Se trata de la guía SDG Compass (2016), desarrollada conjuntamente por GRI, UN Global Compact y WDCSD para la acción empresarial en los ODS. Su punto de partida es el cumplimiento de la legislación y el seguimiento de estándares internacionales: Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas

Multinacionales, la Política Social de la OIT, los diez Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas y los Principios Rectores sobre las Empresas y los Derechos Humanos.

En la Figura 1, puede visualizarse el proceso que sugiere el SDG Compass (2016) para la integración de los ODS en una organización. Empieza con un trabajo en cada empresa que consiste en comprender los ODS desde la empresa (misión, estrategia y tipo de actividad) para acabar identificando los riesgos y las oportunidades desde los ODS. El segundo paso consiste en una evaluación para mapear las áreas de alto impacto a lo largo de la cadena de valor. En esta fase se incluye también consultar a los grupos de interés para establecer prioridades. Y se determinan los objetivos de desarrollo sostenible a integrar en la estrategia empresarial. Objetivos que se deben integrar en la gobernanza y en todas las funciones de la empresa estableciendo metas concretas (monitorizadas). Esta integración supondría también construir alianzas a lo largo de la cadena de valor, dentro de su sector o con los gobiernos y organizaciones de la sociedad civil. Finalmente, como último paso, establecer reportes para los grupos de interés (Remacha, 2017).

**Figura 1 Proceso de integración de los ODS en la empresa, según el SDG Compass**



Fuente: elaboración propia a partir de SDG Compass (2016)

Aunque la guía SDG Compass menciona escasamente el LP como requisito necesario, parece que sus objetivos asociados al año 2030, el establecimiento de colaboraciones externas y los necesarios diálogos con los GI propongan de una forma implícita la necesidad del enfoque hacia el LP en las organizaciones. Además, la guía SDG Compass se muestra compatible con la necesidad del análisis de la materialidad de los aspectos ASG con los GI para la creación de un valor compartido que se propone en este documento como interesante para los CEO y los inversores.

Más recientemente, y complementario a la guía SDG Compass (2016), ha aparecido la guía “Enterprise Risk Management: Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks”, COSO/WDCSD (2018), a modo de guía específica para la gestión de los riesgos ASG. Al igual que la guía SDG Compass, la guía COSO plantea la necesidad de la integración de los objetivos ASG en la estrategia y objetivos generales de las organizaciones. Para el caso concreto de la guía COSO se refuerza la necesidad de su integración en los procesos de gestión de la organización, concretamente en sus procesos de gestión integral de riesgos, más conocidos como ERM. Respecto a esta nueva guía se pueden extraer algunas consideraciones sobre la necesidad de incorporar un enfoque hacia el LP para la adecuada gestión de los objetivos ASG de cada organización:

1. El desarrollo de la RSC puede plantear nuevos retos en las organizaciones, en su mayoría nuevos o emergentes, que tienden a manifestarse en el LP. Por ejemplo, los cambios legislativos futuros orientados a frenar el cambio climático que obliguen a nuevas formas de trabajo, nuevos productos, limitaciones en los mercados... O los previsibles cambios producidos por la gestión de los residuos, también las previsibles dificultades para acceder a algunas materias primas (por ejemplo, el agua). Muchos de los cambios previsibles a LP podrían estar relacionados con las llamadas megatendencias.
2. El ERM propuesto por COSO recomienda un análisis sobre los costes y beneficios vinculados con la gestión de los riesgos ASG. Este análisis abarca a la empresa y a la sociedad también (por ejemplo, la protección de una especie, o la mejora de la sociedad en donde opera la empresa). Salvo el ejercicio filantrópico de la RSC, los beneficios para la sociedad pueden tardar

tiempo en manifestarse. Con todo se hace necesaria una evaluación en el LP para poder justificar los costes incurridos en el CP para mitigar los riesgos sobre los objetivos ASG (es aplicable también al punto 1).

3. Al situarse, muchas veces, los beneficios (para los GI externos) fuera del alcance de la empresa, como se ha comentado en el punto anterior, se requiere de una actuación conjunta de la empresa con el sector y/o con las administraciones implicadas. Esta actuación conjunta requiere de tiempo para fructificar y medir sus resultados.
4. Los sesgos sobre la resistencia de la organización hacia los temas nuevos y desconocidos requieren de tiempo para combatirlos. Para luchar contra esta tendencia, COSO propone el desarrollo de un “business case” que ayude a la organización a reflexionar, superando los sesgos, y así facilitar la incorporación de los factores ASG a la estrategia, y a su gestión con el apoyo de los inversores en el LP.
5. La elaboración de matrices de materialidad, fundamento para el tratamiento de los riesgos ASG, requiere de la implicación de la empresa en el diálogo (no monólogo) con los GI. Como se deduce fácilmente este diálogo no es fácil y requiere de tiempo y dedicación. Es decir, se requiere de una gestión orientada al LP para poder trabajarlo.

Para finalizar con el análisis del estado de la literatura sobre la selección y gestión de los objetivos ASG, parece relevante tener en cuenta las grandes preocupaciones que a nivel mundial tiene la clase dirigente. Quizás el lugar más relevante en donde se aporta esta información es el foro de Davos, que en su reunión anual presentaba las llamadas megatendencias, recogidas en reportes anuales “The Global Risks Report, World Economic Forum”, que se han identificado fruto de encuestas realizadas a máximos dirigentes a nivel mundial. Se trata de tendencias globales, que se manifestarían en el LP por su propia naturaleza, y que podrían afectar al desempeño económico de una organización. Como puede observarse en la Figura 2, en el centro de las interconexiones se encuentran aspectos sociales (migraciones, inestabilidad social, desempleo, crisis alimentarias) y ambientales (cambio climático).

**Figura 2 Interconexiones de los riesgos globales, 2019**



Fuente: Tomada de World Economic Forum (2019)

Los resultados del informe de Davos refuerzan la necesidad ya apuntada por Porter, el SDG Compass y COSO/WDCSD (2018), sobre la necesidad de la colaboración entre empresas y con el resto de instituciones para aportar soluciones a las preocupaciones actuales. Es evidente que los problemas planteados son inabarcables desde un punto

de vista individual y bajo el cortoplacismo. Otro de los aspectos relevantes para este documento es que la clase dirigente manifiesta su preocupación por las cuestiones ASG, en la misma línea que la carta de unos 200 CEO de las multinacionales USA más importantes recogida en el documento, Business Roundtable (2019). En ella se comprometen a crear valor para todos los GI (no solo accionistas) y generar valor a largo plazo.

Finalmente, como ampliación a las preocupaciones mostradas por el foro de Davos sobre el cambio climático, es relevante el llamado Acuerdo de París (COP21, 2015) con el objetivo de no superar un incremento de 1,5º C en la temperatura mundial. Este acuerdo tiene una incidencia directa en las decisiones de las carteras de inversión bajo criterios ISR.

## **5. El enfoque hacia el LP y la sostenibilidad económica.**

**U**na vez constatada la necesidad de un foco en la gestión de las organizaciones en el LP para lograr una RSC capaz de crear valor, que se reconoce en un mayor rendimiento de las inversiones en organizaciones que realizan una gestión de la sostenibilidad con objetivos materiales para su sector, y que para su gestión se precisa de un establecimiento de acuerdos con empresas e instituciones, y otras actuaciones que también precisan del LP para realizarse, se aprecian las ventajas de incorporar el LP en la gestión de la sostenibilidad en las organizaciones.

Por otro lado, se ha constatado un interés creciente por parte de los CEOs y los inversores para la incorporación de criterios de sostenibilidad en la gestión. Interés sobre el que la literatura analizada ha mostrado dudas de que se haya integrado realmente en las decisiones y en las estructuras de gestión, probablemente penalizada por el cortoplacismo dominante, como se vio en el apartado que trató sobre la creación de valor desde la RSC.

Pero el cortoplacismo además de generar problemas para el desarrollo de la sostenibilidad también provocaba otros problemas como se comentaba en la introducción, aunque en muchas ocasiones se trata de problemas sobre valores intangibles de difícil cuantificación en los reportes de las empresas. Entre ellos una deficiente gestión de los riesgos, uno de los facilitadores de la pasada crisis, Ellul (2015) y Amel-Zadeh (2018:6); un comportamiento gerencial miope buscando la eficiencia



económica en el CP subiendo precios, disminuyendo costes publicitarios, perjudicando la cuota de mercado y mermando las opciones de eficiencia a LP, Zhang y Gimeno (2016); Canals (2010:23) habla de la necesidad de seleccionar el marco temporal adecuado para gestionar adecuadamente cuestiones como la satisfacción de los clientes, la atracción y retención de buenos profesionales, remunerar adecuadamente a los accionistas y atender otras obligaciones con terceros de manera razonable. En definitiva, se están perjudicando valores intangibles necesarios para la sostenibilidad económica de la empresa a LP.

Sewchurran, K. et al. (2019) recogen este problema en su artículo y hablan de los intangibles que resultan perjudicados por el cortoplacismo agrupándolos en capital humano, de información y de organización. Otros autores como Flammer, C. & Bansal, P. (2017), han demostrado una relación causal entre los incentivos a largo plazo (en forma de acciones restringidas, opciones sobre acciones restringidas y planes de incentivos a LP) y un aumento en el valor de la empresa (rendimiento operativo), al mismo tiempo que se produce un aumento en las inversiones de las empresas con estrategias a largo plazo como innovación y relaciones con los grupos de interés (empleados). El estudio de Flammer, partiendo de las “close calls”<sup>6</sup>, muestra un incremento del precio de las acciones a partir de la decisión de los incentivos de los CEOs en el LP. Pero la realidad es que la mejora del rendimiento operativo se produce con retardos (de hecho, el rendimiento financiero baja para subir luego). Este dato contradictorio se interpreta como un premio inmediato del mercado, con subidas de acciones, por los intangibles generados a partir del gasto en inversiones realizado con objetivos en el LP.

Dentro del planteamiento más amplio de sostenibilidad económica de este apartado, parece necesario introducir las aportaciones de la literatura para incorporar el LP en los planteamientos empresariales. Siguiendo a Sewchurran, K. et al. (2019), el Integrated Reporting (IR), desarrollado por el International Integrated Reporting Council, IIRC (2013), plantea cómo las organizaciones crean valor a corto, medio y largo plazo, mediante la asignación de objetivos sobre los seis capitales: financiero, manufacturado (productivo), intelectual, humano, social y de relaciones, y capital natural. Estos Informes Integrados, serían una forma de abordar desde los reportes a corto plazo la creación de

---

<sup>6</sup> Propuestas de los accionistas sobre remuneración de los CEOs en el largo plazo que se aprueba, o no, por un pequeño margen de votos.

valor a largo plazo para los inversores. Desde los IR se plantarían riesgos y oportunidades, que no son evidentes en otro tipo de informes, y que podrían favorecer la inversión en intangibles en el LP (desde los 6 capitales) que podría coexistir con un entorno de objetivos financieros en el CP. Esto sería así incluso en entornos en bajo crecimiento, donde se realizó el estudio, pues es en estos entornos donde se detecta la necesidad, por ejemplo, de incrementar el valor para el cliente.

El problema sería como introducir inversión en intangibles, necesarios entre otras cosas para la creación de valor para el cliente en el LP (con retornos más lejanos) en un entorno de decisión cortoplacista (con retornos financieros más inmediatos). Para ello, es importante poder medir la calidad de los intangibles relevantes para una empresa. Y es en esta fase donde los problemas no están resueltos, pues los IR no prescriben ninguna métrica concreta y existe poca investigación sobre el tema.

Continuando con la valoración de los intangibles, y más concretamente los relacionados con aspectos ASG, las agencias de calificación sobre sostenibilidad podrían jugar un papel relevante. Pero se basan en una información menos contrastada que la financiera destinada a los inversores (Escrig-Olmedo et al., 2013), y presentan limitaciones en sus métodos de medición (Fernández, M. et al., 2018) por lo que tienen dificultades para transmitir fiabilidad, confianza y veracidad (Pinillos et al., 2018).

Ante esta dificultad, la reciente aparición del modelo de medición de valor a LP presentado por EY (Coalición para el Capitalismo Inclusivo & EY, 2018) ha supuesto un buen principio. Da pautas sobre la medición del valor intangible en el LP, en este caso sobre tres capitales: valor humano, valor para el consumidor y valor social.

En otro orden de cosas, desde el punto de vista económico en relación con el LP algunos autores proponen como introducir la consideración del LP y algún freno a este cambio. El estudio de Sewchurran, K. et al. (2019) recomienda empezar trabajando en cada organización la creación de valor para el cliente, intangible que precisa de inversión en el LP y que, según estos autores, sería la verdadera palanca que justificaría la inversión en capital intangible a LP. Se parte del supuesto de que la pérdida de valor para el cliente por la disminución de dedicación de recursos, acaba mermando la rentabilidad financiera en el CP. Se trataría de un argumento fácilmente defendible ante los Consejos de Directores.



Como posible freno al cambio, Flammer (2017) identifica inversiones, que realizan las empresas con estrategias a LP en temas como la innovación, mejoras en las relaciones con los grupos de interés, con un mejor rendimiento operativo que además implica un incremento de valor para las empresas. En las conclusiones de este estudio Flammer identifica las limitaciones que tienen las empresas con restricciones financieras (endeudadas) para que sus ejecutivos inviertan a LP, ya que persiguen una rentabilidad económica en el CP por la presión de la deuda.

De los autores trabajados se deducen ventajas en relación con la gestión enfocada hacia el LP: mejoras en la gestión de los riesgos, creación de una ventaja competitiva (que aportaría la RSC estratégica), la ventaja económica que proporcionarían las inversiones en nuevos proyectos, infraestructuras... y la estabilidad a LP que se deduce de no adelantar beneficios en el CP a costa del LP. Actuarían como potenciadores del cortoplacismo la incompreensión de la RSC estratégica, el comportamiento gregario de los directivos sometidos al dictado de las proyecciones de beneficios que realizan los analistas de los mercados financieros y que podrían estar canibalizando el LP, y el endeudamiento empresarial que obliga a generar beneficios en el CP para devolver sus préstamos.

## 6. El impulso del legislador

**E**l legislador europeo es consciente de la necesidad de resolver los problemas designados bajo el acrónimo VUCA. Según Remacha (2017), los ODS serían capaces de crear un escenario económico mejor en forma de mercados más estables regulados y competitivos, sistemas financieros transparentes, instituciones menos corruptas y bien gobernadas, materias primas y energías accesibles, consumidores con poder adquisitivo, y empleados cualificados. Pero los ODS, como ya se ha visto, precisan del LP para alcanzarlos. Inicialmente suponen un gasto con una expectativa de retornos en el LP, muchas veces intangibles, lo que dificulta a las organizaciones su incorporación a su estrategia. Desde este punto de vista el impulso desde la legislación podría facilitar esta incorporación.

En España, el artículo 529 ter, Ley de Sociedades de Capital actualizada por la ley 31/2014, de 3 de diciembre, sitúa al Consejo de Administración como responsable de la definición de la política de RSC, así como el control de sus riesgos. Dentro de la política

de RSC podrían estar los ODS. Si bien esta responsabilidad del Consejo difícilmente se materializaría ya que las posibles reclamaciones de los accionistas, principalmente, podrían venir por una pérdida del valor de la empresa, vinculada principalmente a intangibles, derivada de una acción negligente del Consejo. Cuestión de difícil tratamiento judicial dada la dificultad de realizar periciales sobre intangibles. Aunque esto podría estar cambiando ante los más que posibles cambios legislativos y de mercados sobre temas medioambientales principalmente. No obstante, el legislador sitúa los ODS en la alta dirección de las organizaciones, destacando así su importancia.

En el marco europeo se han publicado recientemente dos directivas: una basada en el reporte y difusión de los aspectos ASG (información no financiera) y, otra desde el punto de vista de los inversores fomentando su compromiso con el LP, la transparencia y su implicación:

1. DIRECTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de **información no financiera** e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.
2. DIRECTIVA (UE) 2017/828 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la **implicación a largo plazo de los accionistas**.

Para la Directiva 2014/95, la divulgación de información no financiera (ambiental, social y gobernanza) resulta esencial para la gestión de la transición hacia una economía mundial sostenible que combine la rentabilidad a largo plazo con la justicia social y la protección del medio ambiente. Todos ellos aspectos relevantes para generar confianza y promover cambios con la vista puesta en el LP. Se habla de promover, pues esta directiva no obliga, más allá de dar explicaciones claras y motivadas para el caso de no cumplir, al guiarse bajo el principio “cumplir o explicar”<sup>7</sup>. Tampoco dice como hay que hacer las cosas, en todo caso marca un camino a seguir en la transparencia y difusión de la información, a la espera de lo que aporten las trasposiciones de esta directiva en cada país.

---

<sup>7</sup> Principio expuesto en el Informe Cadbury (1992) que se ha ido recogiendo posteriormente en el Código Oliviencia (1998), el Informe Aldama (2003) y el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2006 y 2015).

Por su parte, la Directiva 2017/828 justifica directamente la necesidad de gestionar con el foco en el LP cuando en su introducción pone de manifiesto los errores cometidos por focalizarse las organizaciones en una gestión cortoplacista, coincidiendo con lo aportado por Ellul (2015) y otros autores en la introducción. Concretamente, sitúa el problema en los accionistas, que han apoyado una gestión con el objetivo de rentabilidad a CP, en las sociedades en las que se invierte, en los inversores institucionales y en los gestores de activos que también persiguen objetivos en el CP cediendo a la presión de los mercados de capitales. Para esta directiva, esta situación puede dar lugar a un rendimiento empresarial que diste de ser óptimo - puede perjudicar cuestiones como el rendimiento financiero y no financiero de las sociedades, y aspectos como la investigación y desarrollo- en detrimento tanto de las sociedades como de los inversores en línea con los autores expuestos en este documento. Por este motivo, se considera que la introducción de un planteamiento a medio y largo plazo es un factor esencial para una gestión responsable de los activos. Finalmente, para fomentar el cambio hacia el LP que genere confianza, la Directiva 2017/828 propone una mayor implicación de los grupos de interés (fundamentalmente accionistas y trabajadores) en el Gobierno Corporativo. En concreto, considera relevante mejorar la implicación por parte de los inversores institucionales y los gestores de activos (entre otras cosas, bajo los Principios para la Inversión Responsable, PNUMA & Pacto Mundial de la ONU (2016)) en las sociedades en las que invierten, en lo que se refiere a su estrategia y rendimiento a LP.

Además, la Directiva 2017/828 propone otro elemento que facilite la intervención de los accionistas y la orientación hacia el medio largo plazo: un incremento de la transparencia. Propone las siguientes áreas de mejora para la transparencia:

1. Transparencia para que el inversor institucional pueda evaluar si el gestor de activos realiza un análisis a medio y largo plazo de los valores y de la cartera.
2. Transparencia sobre la remuneración de los administradores de las sociedades donde se invierte. Se considera este aspecto uno de los instrumentos esenciales para garantizar que los intereses de las sociedades estén en consonancia con los de sus administradores y con el LP. Se considera LP a períodos de hasta siete-diez años que pueden combinarse con aplazamientos de varios años. Simultáneamente se proponen sistemas de medición del rendimiento de los administradores en el LP en consonancia con los nuevos sistemas de

remuneración. Incluso propone mediciones sobre el rendimiento para un administrador durante todo el período en el que formó parte del consejo de administración. En la UE, por término medio, los administradores permanecen en un consejo de administración por un período de seis años, aunque en algunos Estados miembros ese plazo supere los ocho años.

El límite a la transparencia vendría determinado por los posibles perjuicios graves que pudiera producir a la posición empresarial o, si no se trata de sociedades con una finalidad comercial, el interés de sus socios y beneficiarios.

En las Tablas 2 y 3 se sintetizan los objetivos de las dos directivas.

**Tabla 2 Objetivos y ámbitos de aplicación de la Directiva 2014/95/UE**

Objetivos	Ámbitos de aplicación
<b>Aumentar la transparencia de la información social y medioambiental</b>	Relativas a cuestiones medioambientales y sociales, así como al personal, referidas al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno (gobernanza).
	Descripción de las políticas, resultados y riesgos (gestión) vinculados a esas cuestiones.
	Procedimientos de diligencia debida aplicados por la empresa en relación con sus cadenas de suministro y subcontratas de forma proporcionada con el fin de gestionar los riesgos vinculados con aspectos ASG.
<b>Identificar riesgos para la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores y los consumidores</b>	Sobre las actividades propias de la empresa.
	Sobre sus productos, servicios o relaciones comerciales, incluidas las cadenas de suministro y subcontratación (cuando sea pertinente y proporcionado).

Fuente: elaboración propia a partir de la directiva.

**Tabla 3 Objetivos y propuestas de la Directiva (UE) 2017/828**

Objetivos	Propuestas		
<p><b>Fomentar la implicación efectiva y sostenible de los accionistas en el GC de las empresas en las que invierten. Para ello:</b></p>	<p>Los intermediarios deben facilitar el ejercicio de derechos a los accionistas.</p>		
	<p>En el caso de que los accionistas operen por medio de un intermediario, éste debe ejercer los derechos de los accionistas previa autorización explícita y siguiendo sus instrucciones buscando el beneficio de los accionistas.</p>		
<p><b>Mejorar la transparencia de las sociedades, los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto (proxies). Para ello:</b></p>	<p>El gestor de activos debe establecer y comunicar una Política para la Implicación de los Accionistas (PIA) o, en su caso, explicar por qué se opta por no hacerlo.</p>	<p>Debe describir el modo en que los inversores institucionales y los gestores de activos integran la implicación de los accionistas en su estrategia de inversión y las diferentes actividades de implicación que piensen llevar a cabo.</p>	
		<p>Debe incluir medidas que permitan gestionar los conflictos de intereses, en particular cuando los inversores institucionales o los gestores de activos o sus empresas asociadas mantienen relaciones comerciales con la sociedad en que se invierte.</p>	
		<p>Debe ser público y transparente.</p>	
	<p>El gestor de activos debe proporcionar información al inversor institucional sobre los posibles conflictos de intereses relacionados con sus actividades de implicación (engagement).</p>		
		<p>La coherencia de su estrategia de inversión con el perfil y la duración de sus pasivos. Y, en su caso, cómo esos elementos contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de sus activos.</p>	<p>Si los inversores institucionales recurren a gestores de activos, los inversores institucionales deben revelar públicamente:</p>

	<p>Los inversores institucionales deben revelar pública y anualmente información sobre:</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La manera en que incentiva al gestor de activos para adaptar sus decisiones y su estrategia de inversión al perfil y la duración de los pasivos del inversor institucional,</li> <li>• En el caso de los pasivos a largo plazo:             <ol style="list-style-type: none"> <li>a) La manera en que se evalúa el rendimiento del gestor de activos, incluida su remuneración.</li> <li>b) Como se controlan los costes de rotación de la cartera del gestor de activos y cómo se le incentiva para que persiga los mejores intereses a medio y largo plazo del inversor institucional.</li> </ol> </li> </ul>
	<p>Los asesores de voto, o “proxy advisors”, deben informar sobre la aplicación de su código de conducta, en su caso. También sobre los posibles conflictos de interés que puedan surgir con ocasión de su asesoramiento y recomendaciones de voto. Esta información debe ser pública durante tres años.</p>	
	<p>La política de remuneración de los administradores de la sociedad, debe ser revelada públicamente. El informe de remuneraciones debe ser claro y comprensible e incluir una descripción global completa de la remuneración percibida por cada administrador durante el ejercicio más reciente.</p>	
<p><b>Promoción del LP.</b> Para ello:</p>	<p>El gestor de activos debe estar obligado a informar a los inversores institucionales sobre la manera en que su estrategia de inversión y su aplicación contribuyen al rendimiento a medio o largo plazo de los activos del inversor institucional o del fondo. En concreto:</p>	<p>Información sobre los principales riesgos a medio y largo plazo asociados a las inversiones de cartera.</p>
		<p>Información sobre cuestiones de GC así como otros riesgos a medio y largo plazo.</p>
	<p>Los accionistas deben tener derecho a votar de forma vinculante o consultiva sobre la política de remuneración de los administradores de la sociedad. Para ello la política de remuneración:</p>	<p>Debe ser clara, comprensible y completa.</p>
		<p>Debe contribuir a la estrategia empresarial, a los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad y no debe estar</p>

		vinculada, entera o mayoritariamente, a objetivos a corto plazo.
		El rendimiento de los administradores debe evaluarse usando criterios de rendimiento financiero y no financiero, incluidos, en su caso, factores medioambientales, sociales y de gestión.

Fuente: elaboración propia a partir de la directiva.

En resumen, el legislador atribuye responsabilidades al Consejo sobre políticas de RSC y la gestión de sus riesgos vinculados. En el ámbito europeo, el legislador pretende fomentar la difusión de los aspectos no financieros de las empresas (ASG), la transparencia ante los GI y la sociedad en general en temas como el LP y la remuneración de los administradores, y el fomento de la implicación de los accionistas en el GC y su compromiso con el LP. En definitiva, se aportan soluciones a los problemas económicos introducidos en este documento: la crisis de confianza y el cortoplacismo. También a los problemas detectados en las organizaciones en forma de decisiones cortoplacistas dentro de los GC señalados por Ellul (2015), con la transparencia sobre remuneración y el fomento de la implicación de los accionistas en los GC.

## 7. El bucle del cortoplacismo: ¿es posible romperlo?

**T**ras las propuestas realizadas por el legislador en Europa, se pretende exponer la situación real del cortoplacismo en la economía desde los diversos autores analizados en este documento, con el propósito de tratar de entender mejor la situación.

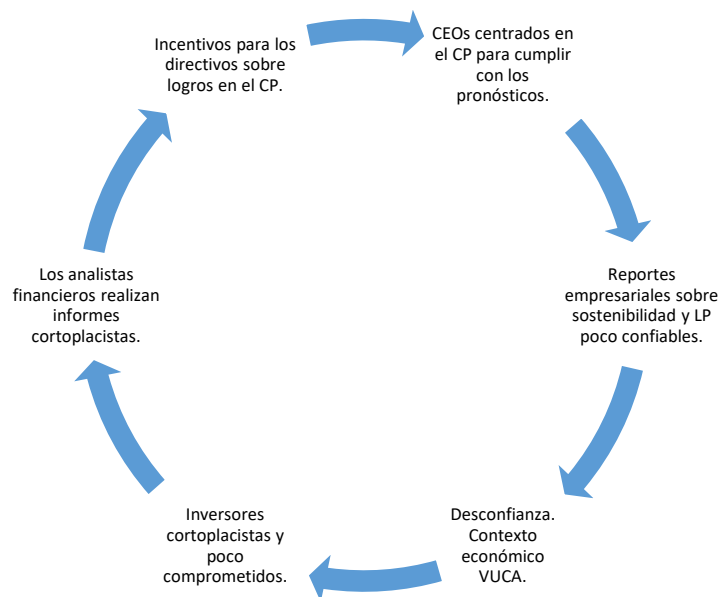
En el mundo empresarial se carecen de fuentes estadísticas para poder contrastar la situación real del cortoplacismo en su gestión. También es cierto que de la información empresarial disponible difícilmente se pueden extraer conclusiones sobre la realidad del enfoque estratégico hacia el LP. En este contexto, es importante la encuesta de McKinsey Quarterly (2016) en la que un alto porcentaje de los CEO se sentía presionado



por el cortoplacismo y que esta situación lejos de disminuir estaba aumentando, extraído de Barton (2017). En un reciente artículo, Sewchurran, K. et al. (2019) coinciden en el diagnóstico de la alta prevalencia del cortoplacismo. Así mismo, las cartas de Fink (2018) y (2019) y el documento firmado por 181 CEO de USA, Business Roundtable (2019), parecen reconocer la relevancia del cortoplacismo. Por otro lado, Durand et al. (2019) y Porter y Kramer (2006) ponen en cuestión la información disponible sobre sostenibilidad y, las Directivas analizadas en el apartado anterior exponen abiertamente la necesidad de promover el LP. Parece deducirse que la situación del cortoplacismo en la gestión empresarial no ha cambiado con respecto a los años de la pasada crisis financiera.

El bucle del cortoplacismo en el que parece se encuentra el sistema financiero y empresarial se recoge en la Figura 3.

**Figura 3 El círculo del cortoplacismo**



Fuente: elaboración propia a partir de la Directiva 2017/828 y Barton (2017:188).

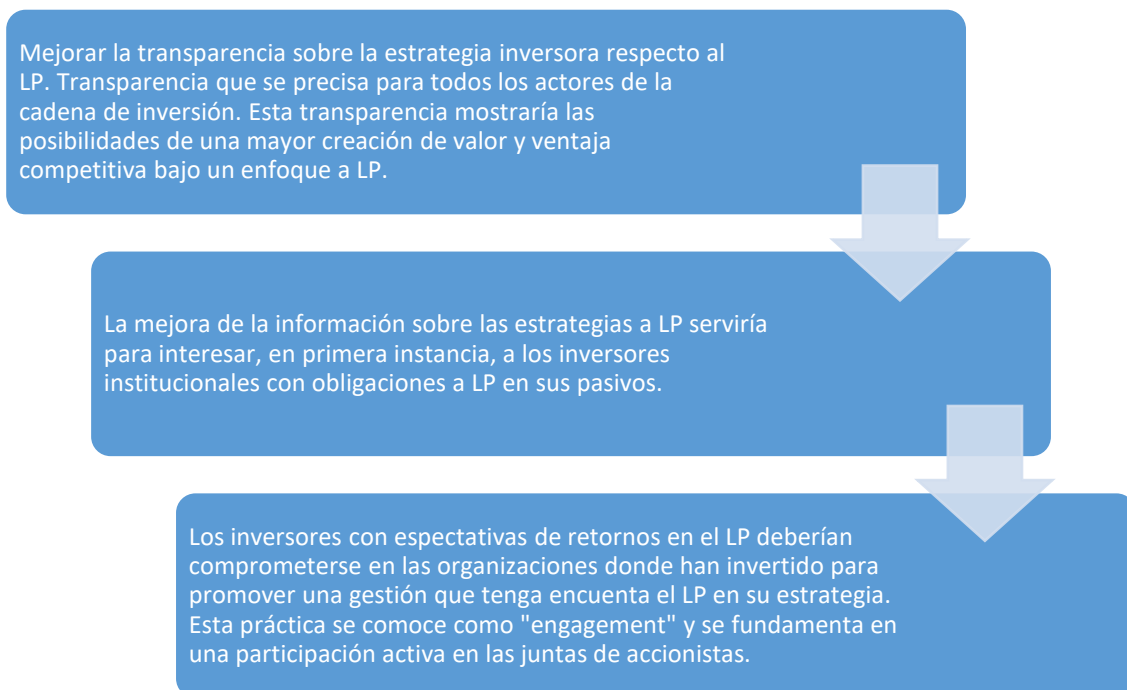
De la Directiva 2017/828, se intuye que el legislador cree que los inversores podrían colaborar para romper el círculo del cortoplacismo. Según esta directiva, los accionistas exigen rentabilidad a CP, por otro lado, las sociedades en las que se invierte presentan sus reportes centrados en el CP y finalmente los inversores institucionales y gestores



de activos también persiguen objetivos en el CP cediendo a la presión de los mercados de capitales. Barton (2017:188) comparte la misma opinión cuando sostiene que el corto plazo domina todos los eslabones de la cadena de valor de la inversión: los ahorradores (que la desconfianza en los directivos les lleva a depender de las métricas a corto plazo para evaluar las inversiones), los inversores institucionales (centrados en inversiones de carácter pasivo -por ejemplo, fondos ligados a índices-) y, los consejeros y ejecutivos (bajo la presión de los accionistas para entregar resultados trimestrales). Este foco en el corto plazo, a costa en ocasiones de la creación de valor a largo plazo, es para Barton uno de los causantes de la actual crisis de confianza en las instituciones, como ya se comentó en la introducción el documento.

La solución propuesta por la Directiva 2017/828 incorpora el siguiente razonamiento implícito que recoge en la Figura 4.

**Figura 4 Soluciones propuestas por la Directiva UE 2017/828**



Fuente: elaboración propia a partir de la Directiva UE 2017/828

Por otro lado, la pasividad de gran parte de los inversores institucionales (replicando índices), Barton (2017), podría actuar como freno al cambio. Estos inversores se

limitarían a sintetizar índices sin realizar un mayor análisis respecto a las ventajas de considerar el LP en las empresas invertidas. Adicionalmente, la inversión pasiva no tiende a mostrar desacuerdos con las decisiones de los GC donde invierte. Si lo hiciese, lo haría realizando ventas, pero de forma limitada ya que lo relevante sería permanecer en el índice. Por su estilo de inversión, pasivo, no cuentan con medios para el ejercicio del compromiso, “engagement”<sup>8</sup>, participando en los GC al menos con su voto, como propone el legislador. Tampoco una mayor transparencia sobre estrategias a LP modificaría su planteamiento pues sus requisitos para la selección de inversiones tampoco contemplan una mayor o menor orientación de las empresas hacia el LP. Algo parecido, aunque con más matices, se podría decir de las inversiones en fondos de fondos. Si esto fuese así, los incentivos promovidos por el legislador (transparencia y “engagement”) tendrían escasa eficacia.

En definitiva, para la consideración del foco en el LP en el proceso inversor, se requeriría de un cambio en la política de inversiones de los inversores institucionales para que tuviesen en cuenta más factores a la hora de seleccionar una inversión. Para este cambio podría ayudar la propuesta de la directiva sugiriendo que los inversores con obligaciones a LP en sus pasivos expongan como, desde sus inversiones, van a hacerlas frente. En este sentido resulta interesante la reflexión de que en Europa los inversores institucionales sensibles a la presión, García-Meca, E. et al. (2018), podrían ser más sensibles a las propuestas de la directiva. Esto demostraría una diferencia importante entre Europa y USA a la hora de analizar el papel de los inversores institucionales.

Los CEOs de las empresas invertidas también se encontrarían inmersos en el círculo del cortoplacismo. Éste estaría generando problemas, como los señalados por Porter y Kramer (2011), en forma de una mayor estandarización de los productos, una competencia basada en precio, debido a la falta de innovación, y con lento crecimiento económico. Los CEOs lejos de actuar ante esta situación, se verían afectados por un comportamiento gregario ante los dictados cortoplacistas de los mercados financieros y sus analistas (Argandoña, 2010).

Algunos autores han identificado elementos que pueden ayudar a la resistencia de los CEO ante el cortoplacismo. Yuan et al. (2019), apuntan a la capacidad gerencial de los

---

<sup>8</sup> El “engagement” hace referencia al comportamiento activo de los inversores participando en los GC, fundamentalmente a través del ejercicio del voto activamente en las Juntas de Accionistas.

CEO que sería relevante para el desempeño no financiero de una empresa y la consideración del LP en sus estrategias. El motivo es que los CEOs más preparados estarían más confiados en si mismos y se preocuparían menos por tener un buen desempeño en el corto plazo. Esto les facilitaría realizar inversiones con un retorno más incierto y situado en el LP. Otro elemento facilitador de la resistencia de los CEOs ante el cortoplacismo, sería la existencia de proyectos a LP en la empresa ligados a incentivos para los directivos en el LP como señalan Zhang y Gimeno (2016). Entre otros, los proyectos a LP propuestos por Zhang podrían ser los ligados a los ODS y la RSC en general, como propone la Directiva 2014/95/UE. Flammer et al. (2019), relaciona los incentivos sobre RSE (a la que denomina “contratación de la RSE”) con un aumento de la orientación a LP de la organización y un aumento del valor de la empresa. De forma que la implantación de la RSC, y los ODS, junto con la contratación de la RSE en una organización podrían servir para mejorar la orientación hacia el LP y la creación de valor.

Al igual que sucedía con el planteamiento sobre la transparencia y el engagement, como facilitadores para la incorporación del LP, que precisaban de una voluntad real de los inversores institucionales modificando sus políticas de inversión para ser efectivos, lo mismo sucede con los CEOs. Podría ser que la implantación de la RSC estuviese siendo más cosmética que real y asignada al área de comunicación, Porter y Kramer (2006). En este sentido la propuesta de información no financiera de la Directiva 2014/95 como elemento introductor del LP tampoco sería eficaz.

Respecto a los reportes y el incremento de la transparencia hay que tener en cuenta que desde el punto de vista de la sostenibilidad se encuentran regidos bajo el principio “cumplir o explicar”. Tampoco su aseguramiento tiene el mismo nivel de exigencia que para los reportes financieros. Varios autores apuntan en esta dirección. Escrig-Olmedo et al. (2013), cuestiona la información publicada por las agencias de rating sobre sostenibilidad por estar basada en información no obligatoria, con menores controles que la información financiera, y en noticias publicadas (en algunas agencias de calificación) con la consiguiente subjetividad. Durand et al. (2019) por su parte, exponen la indiferencia de los inversores sobre la pertenencia, o no, de una empresa, a un índice de sostenibilidad como el DJSI.

Una vez analizados los problemas del cortoplacismo, cabe preguntarse sobre los motivos por los que el bucle no se rompe. Según Jáuregui, R. (2019), las razones

pueden estar en un pensamiento dentro de los GC que consiste en que la sostenibilidad estaría perjudicando seriamente a la rentabilidad. Es un razonamiento que tiene sentido si se tiene en cuenta que la RSE cuestiona, no los beneficios en sí mismos, sino la manera de conseguirlos. Y si bien esta afirmación parece ser cierta en el corto plazo, en el largo plazo la relación entre la sostenibilidad, rentabilidad económica y creación de valor en general podría ser muy diferente. Incluso en empresas con problemas financieros importantes en el CP pues podrían invertir en intangibles destinados a generar valor para el cliente en el LP y así tratar de romper con la estandarización de los productos y la competencia en forma de precio. En sus estudios, Porter & Kramer (2006) defiende la creación de valor en el LP desde la RSC, y Khan et al. (2016) demuestra la mayor rentabilidad de la ISR en el LP. Pero no cualquier RSC vale para este cometido, se trataría de la RSC que parte de la selección de los aspectos ASG materiales para la empresa y los GI, capaces de crear valor para ambos. Es esta visión de la sostenibilidad la que sería capaz de mejorar la creación de valor en el LP.

Sewchurran, K. et al. (2019), proponen un método para la romper con el cortoplacismo en las empresas. Se basa en el desarrollo de cuatro estudios que justificarían las ventajas del cambio: construir un diagrama sobre las causas específicas en cada empresa del bucle que mantiene el sistema cortoplacista; una propuesta documentada para la creación de valor; una evaluación del punto de partida sobre el estado de los capitales de la empresa; y finalmente un programa de inversión en intangibles a LP. La creación del valor intangible acabaría generando un valor económico. La propuesta de Sewchurran se complementa perfectamente con la idea de creación de valor compartido sobre los temas materiales.

El problema para este planteamiento sería que para poder alinear a CEOs e inversores en el LP, se debería poder disponer de métricas para la presentación, medición y seguimiento de los planes estratégicos en el LP para la creación de valor, en muchos casos intangible. Sin ellas, difícilmente se podrán defender compromisos hacia el LP por lo complicado de visualizar su creación de valor en el LP para el que se está solicitando una inversión hoy. En este sentido, se han producido avances con la publicación de la guía COSO/WDCSD (2018) sobre la protección de los objetivos ASG y, el modelo para la medición de valor intangible en el LP, Coalición para el Capitalismo Inclusivo & EY (2018).

Aunque lo realmente interesante sería la transparencia para que los inversores pudiesen analizar la materialidad de los asuntos ASG seleccionados en cada empresa y su capacidad para crear un valor intangible en el LP, que posiblemente se transformen en un rendimiento económico al final. Esto es de interés para los inversores, pues no todos los aspectos ASG, concretados en objetivos de desarrollo sostenible específicos para cada organización, son igualmente favorables en empresas diferentes.

Por otro lado, las empresas ya tienen en muchas ocasiones un valor intangible considerable en forma de un valor accionario por encima del valor contable. El interés de los inversores, y los CEOs en la defensa de este valor intangible para no perder valor patrimonial podría constituir una segunda palanca capaz de romper el bucle cortoplacista de la Figura 3. Desde esta perspectiva es relevante el alto porcentaje de valor intangible de las acciones que muestra el informe Global Intangible Finance Tracker (2017). Este valor reflejado en las cotizaciones bursátiles se asocia en muchas ocasiones a la reputación que, según Carreras et al. (2013:218), estaría relacionado con la RSC. Este razonamiento podría ser un argumento para el cambio desde el cortoplacismo hacia el LP para la gestión adecuada de los ODS por ejemplo.

Y finalmente la idea planteada por Sewchurran, K. et al. (2019) también parece tener la fuerza suficiente para alinear inversores y CEOs bajo el LP. En empresas con problemas financieros por márgenes estrechos derivados de la estandarización de los productos, parece interesante invertir en la creación de intangibles capaces de generar valor para el cliente, que en definitiva se acabarán transformando en un mayor valor económico en el LP.

Desde el punto de vista del compromiso y alineación dentro del GC, es interesante el pensamiento de Barton (2017) sobre su organización. Barton recomienda simular en la medida de lo posible el modelo de GC propietario=fundador. Este modelo habría sido capaz de incorporar estrategias a LP en su gestión (Tesla, Apple, Facebook...). Bajo este planteamiento sería beneficioso que, como mínimo en algunas decisiones clave, se promoviera la incorporación de los accionistas comprometidos con la organización. Junto con otros GI podrían representar un colaborador muy eficaz para la toma de decisiones desde los GC y la mejora de la transparencia.

Una vez generada la necesidad de gestionar el LP con un GC comprometido y sin problemas de agencia en la definición temporal de las estrategias, el resto de propuestas para la promoción del LP y la sostenibilidad tendrían sentido. Entre las propuestas aportadas por las referencias analizadas en este documento pueden ser interesantes las siguientes:

1. Promover en el GC un ambiente de alineamiento y compromiso que facilite la toma de decisiones teniendo en cuenta el LP. Barton (2017), pone como referencia el modelo propietario=fundador. Este modelo facilita el LP, pues el propietario no ejerce la venta de acciones como respuesta a los desacuerdos, sino la colaboración con los ejecutivos en la resolución de los problemas. Para ello propone coaliciones entre inversores, y facilitar a aquellos que superen el 10% su representación en el Consejo.

También articular las funciones del Consejo de Administración, Comité de Dirección y Consejero Delegado para facilitar su correcto funcionamiento (Canals, 2010).

2. Incluir entre el propósito y los objetivos de la empresa, los aspectos no financieros (situados dentro y fuera de la empresa), Fink (2018), Canals (2010), Porter & Kramer (2011).
3. Construir una estrategia a LP que incluya: misión, objetivos estratégicos a medio y LP, plan de acción y sus métricas (que incluyan el valor humano, el valor para el consumidor-incluyendo innovación-, y el valor social, Coalición para el Capitalismo Inclusivo, 2018) como elementos esenciales, Barton (2017), COSO/WDCSD (2018) y Fink (2018).

El IIRC (2013) expone los seis capitales: financiero, manufacturado (productivo), intelectual, humano, social y de relaciones, y capital natural, como base para la construcción de una estrategia a LP.

4. El uso de instrumentos como un “business case”, que ayude a la organización a reflexionar más allá de los sesgos que frenan el cambio hacia el LP, COSO/WDCSD (2018). Sewchurran, K. et al. (2019), expone un método basado en cuatro estudios o herramientas que justificarían las ventajas del cambio: analizar las causas del cortoplacismo en la empresa, realizar una propuesta para la creación de valor, estudiar el estado de los capitales de la empresa como



punto de partida, y finalmente plantear un programa de inversión en intangibles a LP.

5. Promover incentivos a LP para los consejeros y los administradores de empresas, Barton (2017), Zhang y Gimeno (2016), Flammer et al. (2019) y Directiva (UE) 2017/828; junto con sanciones a los administradores (Barton, 2017).
6. Argumentar y articular una filosofía de inversión entre propietarios y gestores de activos (Barton, 2017).
7. Promover la transparencia sobre posibles conflictos de interés entre los actores de la cadena de inversión, sobre la remuneración en el LP a los gestores de activos y administradores, sobre la coherencia entre Políticas de Inversión e Inversiones a LP, Directiva (UE) 2017/828; sobre los aspectos no financieros, Directiva 2014/95/UE; sobre la estrategia empresarial en el LP (Barton, 2017).

En otro orden de cosas, transparencia sobre los riesgos clave, medidas y apetito al riesgo, pues existe un vínculo entre la protección de una ventaja competitiva (ERM) y atraer a los inversores centrados en la creación de valor a LP, Barton (2017) y Canals (2010).

8. Promover el compromiso de los inversores (Fink, 2018). Los intermediarios deben facilitar el ejercicio de derechos a los accionistas incluido el derecho a votar sobre la política de remuneración de los administradores de la sociedad. Los gestores de inversiones podrían diseñar una Política para la Implicación de los Accionistas (PIA), principalmente para los gestores e inversores institucionales, Directiva (UE) 2017/828.
9. Desde el punto de vista de la gestión, incrementar la presencia de directivos con alta capacidad gerencial (Yuan et al., 2019); reconcebir productos apropiados a los consumidores con menos poder adquisitivo (Porter & Kramer, 2011); promover la responsabilidad sobre las decisiones empresariales, más allá de la legalidad (Argandoña, 2010); promover la colaboración entre el departamento de sostenibilidad y el de gestión de riesgos (COSO/WDCSD, 2018); fomentar los clusters sectoriales de apoyo para empresas, instituciones educativas y públicas, Porter & Kramer (2011), SDG Compass y COSO/WDCSD (2018); redefinir la

productividad en la cadena de valor mediante el uso de la innovación para mejoras ambientales y sociales (Porter & Kramer, 2011).

10. Finalmente, las propuestas para nuevas regulaciones legales hacen referencia a la promoción del valor compartido y la innovación, y la inclusión de los aspectos sobre RSC estratégica en las escuelas de negocio (Porter & Kramer, 2011).

## 8. Conclusiones

**D**iversos autores han señalado al excesivo cortoplacismo como causa relevante de la pasada crisis económica. Cortoplacismo que se sigue manteniendo, en un bucle que implica a todos los actores de los mercados financieros, los CEOs y los sistemas actuales de reporte y sus métricas. Esta situación estaría dificultando la creación de valor en las empresas, principalmente el no financiero que cada vez es más demandado por la sociedad (UN, 2015). También sería uno de los factores de la actual crisis de confianza.

Se han detectado posibles “palancas” para romper el bucle e introducir el LP en las estrategias empresariales. De las muchas presentadas por las diversas referencias de la literatura analizadas, se han considerado eficaces aquellas que tienen la capacidad para alinear a inversores y directivos en el seno de los gobiernos corporativos. Dado que el principal objetivo de una empresa se sigue asociando con la obtención de un beneficio económico, las palancas seleccionadas serían aquellas con capacidad para generar un beneficio, en este caso en el LP. El resto de herramientas presentadas por la literatura serían complementarias y facilitadoras, en segundo término, de la introducción del LP.

La primera palanca identificada sería la construcción de una RSC/Sostenibilidad empresarial a partir de los temas materiales para los GI y las empresas conjuntamente, y para cada caso concreto. La segunda sería la defensa del alto valor intangible reflejado en el valor de las acciones de algunas empresas. Y la tercera, la necesidad de creación de valor para el cliente que tienen muchas empresas con estrechos márgenes comerciales. En las tres se justificaría un gasto actual para la obtención de un intangible, no inmediato, que estaría asociado a una ventaja económica posterior. Esta ventaja económica es la que soportaría un análisis coste/beneficio capaz de implicar a inversores y CEOs. Implicación necesaria para que los objetivos intangibles, por



ejemplo, los ODS, de cada organización sean reales y se incorporen a su estrategia, objetivos y mecanismos de control. Esta forma de gestionar produciría empresas mejor gestionadas, con más valor tangible e intangible, y con capacidad para generar la confianza que la sociedad les está demandando.

Quedarían muchas cuestiones por concretar como el desarrollo de métricas en el LP con capacidad para medir valores tangibles e intangibles, internas a la empresa y externas. Fórmulas en el GC para la implicación de los inversores en el LP. Y todo lo relativo al reconocimiento de procedimientos para la selección de asuntos ASG, materiales para los GI y las empresas, y específicos para cada organización.

Las empresas que pudiesen resolver estas cuestiones podrían tener ventajas exponenciales pues, además de atraer inversores más estables interesados en el LP por la buena gestión de la Sostenibilidad, estarían trabajando realmente para la creación de un nuevo valor compartido con los GI (que permitiese a la empresa dejar de competir solo en precio), además de aspectos como la cultura de empresa, la ética, la retención del talento, proyectos de inversión y su defensa con un ERM adecuado. Todas ellas ventajas competitivas, sostenibles en el tiempo, y difíciles de replicar.

Para finalizar, y sobre los autores analizados, en general participarían de las ventajas que ofrece un enfoque hacia el LP. Y desde el punto de vista de la sostenibilidad coincidirían sobre los asuntos pendientes respecto a su desarrollo y aplicación. En Europa hay un trabajo, lamandi et al. (2019), que va en la línea contraria a lo que se ha ido exponiendo en este documento pues expone que la mayoría en empresas europeas tienden a implementar un enfoque ASG personalizado con el objetivo de conseguir una mayor eficiencia y competitividad. También destaca la madurez de las compañías de informes europeas y su orientación hacia el LP. Si bien es cierto que este artículo presenta conclusiones contrarias al resto de la literatura analizada, quizás podría plantearse recabar más información sobre las diferencias entre Europa y USA en otros trabajos. Esto estaría en línea con el diferente papel a jugar por los inversores institucionales en Europa y USA presentado por algunos autores.

## 9. Bibliografía

- Amel-Zadeh, A. (2018). Social Responsibility in Capital Markets: A Review and Framework of Theory and Empirical Evidence. Working paper, Saïd Business School. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=2664547](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2664547)
- Argandoña, A. (2007). Responsabilidad social y creación de valor para el accionista: ¿objetivos contrapuestos o complementarios?. IESE Business School – Universidad de Navarra, Occasional Paper OP no 07/16, 2007
- Argandoña, A. (2010). La dimensión ética de la crisis financiera. IESE Business School – Universidad de Navarra, Documento de Investigación DI-872.
- Barton, D. (2017). Refocusing capitalism on the long term: ownership and trust across the investment value chain. Oxford Review of Economic Policy, Volume 33, Number 2, 2017, pp. 188–200.
- Bazán, C. & de la Morena, J. & Cortés, H. (2016). Guía para la integración de la responsabilidad social corporativa, Barcelona: Wolters Kluwer, S.A.
- Business Roundtable (2019). Statement on the Purpose of a Corporation  
Recuperado de <https://s03.s3c.es/imag/doc/2019-08-19/Business-Roundtable.pdf>
- Canals, J. (2010). La mejora del gobierno corporativo: algunas reflexiones desde la crisis financiera. Revista de Contabilidad y Dirección, Vol. 10, año 2010, pp 11-33
- Carreras, E. & Alloza, A & Carreras, A. (2013). Reputación corporativa, Madrid: Biblioteca Corporate Excellence de LID Editorial Empresarial, SL.
- Carroll, A. & Shabana, K. (2010). The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice. International Journal of Management Reviews, January 2010.
- Coalición para el Capitalismo Inclusivo & EY (2018). Long Term Value Framework  
Recuperado de: [https://www.ey.com/es/es/home/ey-long-term-value-2018%20https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-at-embankment-project-inclusive-capitalism/\\$FILE/EY-the-embankment-project-for-inclusive-capitalism-report.pdf](https://www.ey.com/es/es/home/ey-long-term-value-2018%20https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-at-embankment-project-inclusive-capitalism/$FILE/EY-the-embankment-project-for-inclusive-capitalism-report.pdf)

COP21(2015). Acuerdo de París

Recuperado de [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_es](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_es)

COSO/WDCSD (2018). Enterprise Risk Management. Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks

Recuperado de <https://www.coso.org/Documents/COSO-WDCSD-ESGERM-Guidance-Full.pdf>

CRO FORUM (2014). Human rights and the insurance industry. CRO Forum Amsterdam.

Recuperado de <https://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2014/11/human-rights-and-corporate-insurance-november-2014.pdf>

(Descargado el 15/5/2019)

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas

Recuperado de <https://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf>

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

Recuperado de <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2014-83373>

Dou, J. & Su, E. & Wang, S. (2017). When does family ownership promote proactive environmental strategy? The role of the firm's long-term orientation. *Journal of Business Ethics*, 2017, pp. 1-15

Durand, R. & Paugam, L. & Stolowy, H. (2019). Do investors actually value sustainability indices? Replication, development, and new evidence on CSR visibility. *Strategic management journal* (40,9), pp.1471-1490

Edelman Trust Barometer Global Report (2018).

Recuperado de [https://www.edelman.com/sites/g/files/aatuss191/files/2018-10/2018\\_Edelman\\_Trust\\_Barometer\\_Global\\_Report\\_FEB.pdf](https://www.edelman.com/sites/g/files/aatuss191/files/2018-10/2018_Edelman_Trust_Barometer_Global_Report_FEB.pdf)

Edelman Trust Barometer Global Report (2019).

Recuperado de [https://www.edelman.com/sites/g/files/aatuss191/files/2019-02/2019\\_Edelman\\_Trust\\_Barometer\\_Global\\_Report.pdf](https://www.edelman.com/sites/g/files/aatuss191/files/2019-02/2019_Edelman_Trust_Barometer_Global_Report.pdf)

Ellul, A. (2015). The Role of Risk Management in Corporate Governance. Annual review of Financial Economics, (7), pp.279-299

Escrig Olmedo, E., Fernández Izquierdo, M. A., & Muñoz Torres, J. M. (2013). Inversión socialmente responsable: criterios de valoración y análisis de ISR seguidos por los índices y agencias de análisis de Sostenibilidad. Comunicación de Congreso.

Recuperado de:  
[http://www.aeca1.org/pub/on\\_line/comunicaciones\\_xvcongresoaecca/cd/39h.pdf](http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaecca/cd/39h.pdf)

Fernández, M. & Muñoz, M. & Escrig Olmedo, E. & Rivera, J. & Ferrero, I. (2018). Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable. Boletín de estudios económicos vol. LXXIII – Nº 224 2018, pp. 367-385

Fink, L. (2018). A Sense of Purpose. Carta anual BlackRock, (2018).

Recuperado de:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/>

<http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2018/01/Larry-Fink-letter-to-CEOs-2018-1.pdf>

Fink, L. (2019). Purpose & Profit. Carta anual BlackRock, (2019).

Recuperado de:

<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. Management Science, (61), pp 2549-2568

Flammer, C. & Bansal, P. (2017). Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity. *Strategic management journal* (38,9), pp. 1827-1847

Flammer, C. & Hong, B. & Minor, D. (2019). Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes. *Strategic management journal* (40,7), pp. 1097-1122

Friede, G. & Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, pp. 210-233

Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, MA: Pitman.

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine* (13 de septiembre).

Recuperado de:

<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

García-Meca, E. & Pucheta-Martínez, M. (2018). How Institutional Investors on Boards Impact on Stakeholder Engagement and Corporate Social Responsibility Reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, (25), pp. 237–249

Global Reporting Initiative. (2016). GRI STANDARDS.

Recuperado de <https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-spanish-translations-download-center/>

(Descargado el 15/9/2019)

Global Intangible Finance Tracker (2017). Informe anual del valor de los intangibles en todo el mundo 6/ 2017.

Recuperado de: [http://brandfinance.com/images/upload/gif\\_report\\_2017\\_ce\\_version\\_high\\_res\\_ve](http://brandfinance.com/images/upload/gif_report_2017_ce_version_high_res_ve)

rsion.pdf

Iamandi, IE & Constantin, LG & Munteanu, SM & Cernat-Gruici, B (2019). Mapping the ESG Behavior of European Companies. A Holistic Kohonen Approach. Sustainability (11, 12), art nº 3276

IIRC (2013): International Integrated Reporting Council: The International Integrated Reporting <IR> framework, 2013.

Recuperado de: <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>

Jáuregui, R. (2019). Las cuatro contradicciones de la RSE. diario responsable

Recuperado de: <https://diarioresponsable.com/noticias/27622-ramon-jauregui-las-cuatro-contradicciones-de-la-rse>

Kim, HD & Kim, T & Kim, Y & Park, K (2019). Do long-term institutional investors promote corporate social responsibility activities?. Journal of banking & finance (101), pp. 256-269.

Khan, M & Serafeim, G & Yoon, A (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. Accounting Review, noviembre 2016.

Pinillos, A & Fernández-Fernández, J.L. & Fernández Mateo, J. (2018). Revisión crítica de la dimensión Gobierno Corporativo en los cuestionarios de los índices de Sostenibilidad. Revista de Comunicación (17) no.2 Piura set./feb. 2018

Recuperado de

PNUMA & Pacto Mundial de la ONU (2016). Principios para la inversión responsable.

Recuperado de: <https://www.unpri.org/download?ac=1538>

Porter, M.E. & Kramer, M. (2002). The competitive advantage of corporate philanthropy. Harvard Business Review (80, pp 56), diciembre 2002.

Porter, M.E. & Kramer, M. (2006). Estrategia y Sociedad: el vínculo entre ventaja competitiva y responsabilidad social corporativa. Harvard Business Review, diciembre 2006.

Porter, M.E. & Kramer, M. (2011). Creating shared value. Harvard Business Review,

enero – febrero 2011.

Rajablu, M. (2011). Value investing: review of Warren Buffett's investment philosophy and practice. Research Journal of Finance and Accounting, Vol 2, No 4, 2011.

Remacha, M. (2017). Empresa y objetivos de desarrollo sostenible. Cuadernos de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa IESE, (34) - Abril 2017.

SDG Compass (2016). La guía para la acción empresarial en los ODS.

Recuperado de [https://sdgcompass.org/wp-content/uploads/2016/06/SDG\\_Compass\\_Spanish-one-pager-view.pdf](https://sdgcompass.org/wp-content/uploads/2016/06/SDG_Compass_Spanish-one-pager-view.pdf)

(Descargado el 20/7/ 2019)

Sewchurran, K. & Dekker, J. & McDonogh, J. (2019). Experiences of Embedding Long-Term Thinking in an Environment of Short-Termism and Sub-par Business Performance: Investing in Intangibles for Sustainable Growth. Journal of Business Ethics, (157), pp. 997-1041

UN (1999). Diez principios del pacto mundial.

Recuperado de: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

UN (2015). Objetivos de desarrollo sostenible.

Recuperado de: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

World Economic Forum (2019). The Global Risks Report 2019 14th Edition. Cologny/Geneva Switzerland. World Economic Forum

Recuperado de: <https://es.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019>

Yuan, Y & Tian, GL & Lu, LY & Yu, YX (2019). CEO Ability and Corporate Social Responsibility. Journal of business ethics (157, 2), pp. 391-411

Zhang, Y. y Gimeno, J. (2016). Earnings Pressure and Long-Term Corporate Governance: Can Long-Term-Oriented Investors and Managers Reduce the Quarterly Earnings Obsession?. Organization Science, (Articles in Advance), 1-19

Zhou, ZC & Luo, BN & Tang, TLP (2018). Corporate Social Responsibility Excites



"Exponential' Positive Employee Engagement: The Matthew Effect in CSR and Sustainable Policy. Corporate social responsibility and environmental management, (25), pp. 339-354.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita la Cátedra de Responsabilidad Social Corporativa de la UAH, incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos de la Cátedra y por colaboradores de la misma.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://crsc.uah.es>

ISSN: 2530-1292



CÁTEDRA DE RESPONSABILIDAD  
SOCIAL CORPORATIVA

Facultad de Ciencias Económicas, Empresariales y Turismo. Plaza de la Victoria, 2. 28802.  
Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855187. E-Mail: [catedra.rsc@uah.es](mailto:catedra.rsc@uah.es)

## CÁTEDRA DE RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

### DIRECTORA

***Dra. Dña. Elena Mañas Alcón***

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá