

'Enronitis': diagnóstico y terapia

XAVIER VIVES 28/06/2002

La *enronitis* es una enfermedad que se ha manifestado recientemente en el sistema financiero y de gobierno empresarial a raíz del colapso de Enron, la consiguiente caída de Andersen, los problemas en empresas como Merrill Lynch, Global Crossing, Tyco, WorldCom, y la sospecha de conflictos de interés generalizados que acaban perjudicando a los pequeños accionistas. Supóngase que un crítico de arte debe certificar la autenticidad de una pintura y es remunerado con un porcentaje del valor de la obra si declara que es original (un verdadero *dalí*, por ejemplo) y una cantidad pequeña si certifica que es falsa. Este sistema, que ha estado en práctica en el mundo del arte, obviamente da incentivos al crítico a no ser muy riguroso en su análisis y dar por buenas obras dudosas. Pues bien, así es como los bancos de inversión proporcionan recomendaciones de cartera a sus clientes. Los bancos de inversión actúan como analistas que dan recomendaciones de compra y venta a los particulares y como agentes comerciales de las empresas que intentan colocar sus títulos en el mercado. La cuestión es que el analista que recomienda al cliente qué valores comprar es remunerado según el negocio generado por las empresas con la banca de inversión. De hecho, resulta que los analistas tienden a recomendar comprar -o no vender- aun cuando crean que el valor recomendado tiene unas perspectivas pésimas. El ejemplo de los correos electrónicos internos en Merrill Lynch es contundente: un valor considerado 'basura' por el analista era recomendado a los clientes como 'compra'. Otro conflicto de interés es el de la empresa auditora que recibe ingresos sustanciales por consultoría de la empresa que debe auditar. Es el caso de Andersen y de Enron. ¿Cómo puede una auditora proporcionar una opinión independiente sobre una empresa de la que ingresa millones de dólares como comisiones de consultoría? La historia no se acaba aquí. Ciertas empresas, con la connivencia de las auditoras, han perfeccionado los mecanismos de contabilidad creativa. Por ejemplo, el maquillaje o 'planchado' de los ingresos a lo largo del tiempo para mejorar la capacidad de predicción de los mismos. Incluso empresas consideradas intachables como General Electric están bajo sospecha de prácticas contables dudosas para presentar resultados sin sobresaltos. Al mismo tiempo, estas prácticas pueden esconder asunciones de riesgo importantes a través de movimientos de recursos entre distintas filiales del grupo. Existe la percepción, además, de que los pequeños inversores salen trasquilados en procesos de adquisición de paquetes de control -hemos tenido ejemplos recientes en España-, así como en las ofertas públicas iniciales (IPO), en donde los bancos de inversión dan un tratamiento preferencial a sus clientes a cambio de comisiones en otros negocios.

Los resultados son que Enron y Andersen están enjuiciadas, Merrill Lynch ha logrado un acuerdo con la justicia que comporta el pago de una multa y GE ha dejado un buen pedazo de su valor bursátil por el camino. Todos estos casos, junto con el final de la burbuja especulativa de la Bolsa, han generado una pérdida de confianza del inversor. Quizás el factor más preocupante para éste es el fallo en la información proporcionada por las empresas y en sus mecanismos de gobierno corporativo.

Ante esta crisis de confianza cabría pensar que se debe intensificar la regulación del sistema financiero con normas mucho más rígidas. Pero en lugar de regular más hay que regular mejor. Es cierto que los episodios de crisis financiera suelen derivar en más regulación. Así, después de la crisis de 1929 se establece en los EE UU la Glass-Steagall Act, que separa las actividades de banca comercial y de inversión. Esta ley se deroga recientemente, en 1999. ¿Ha sido una mala idea derogarla? No es evidente, puesto que hay que comparar los costes de los posibles conflictos de interés con las posibles economías de alcance de los bancos universales. Después de la crisis de 1929 también se establece la Securities and Exchange Commission (SEC), que ha tenido un papel destacado, y positivo, en el desarrollo del sector.

El sistema financiero necesita instituciones de regulación apropiadas que establezcan las reglas de juego en el mercado y protejan a los pequeños inversores. La autorregulación, por ejemplo, no ha funcionado en el sector de la auditoría. Se debe pensar entonces en un regulador independiente y en murallas de separación con la consultoría más consistentes. Al mismo tiempo, hay que pensar cómo

ajustar la contabilidad para que refleje la marcha real de la empresa. En los EE UU y en Europa hay enfoques diferenciados en este tema que deberían ser contrastados. Es paradójico, en un principio, que en un mundo en donde hay precios de mercado para muchos activos la contabilidad siga anclada en valores históricos.

En las actividades de banca de inversión los reguladores del mercado deben afinar en la detección de prácticas cuestionables y promulgar estándares de información más estrictos. Por ejemplo, las empresas financieras que proporcionan análisis y consejos de inversión deben hacer públicos los conflictos de interés potenciales que tengan al obtener comisiones por servicios prestados a estas mismas empresas. En efecto, inversores informados del conflicto de interés introducirán disciplina en las recomendaciones y decisiones del banco. Es la misma situación que en el *lobbying* para influenciar decisiones políticas. No es tan mala su mera existencia como que se haga de manera secreta.

Los mercados organizados deberían elevar los requisitos de admisión de empresas a cotización para competir en calidad. Así lo ha entendido la Bolsa de Nueva York (NYSE), que ha propuesto que las empresas que quieran cotizar en su mercado refuercen el papel de los consejeros independientes, teniendo éstos mayoría en el consejo de administración y formando en exclusiva las comisiones de auditoría y remuneración. Además, los consejeros independientes deberían reunirse también sin que el ejecutivo máximo de la empresa esté presente.

Todos estos cambios institucionales no surtirán efecto si las empresas no hacen suyos los valores de buen gobierno y prácticas contables que reflejen fielmente su situación. Los reguladores deben complementar el sistema de premios y castigos que proporciona el mismo mercado para que salga a cuenta adoptar un buen gobierno de la empresa. De hecho, se puede pensar que a largo plazo son precisamente las empresas que adoptan las prácticas de buen gobierno las que se convierten en líderes del mercado. Por ejemplo, el Deutsche Bank ha creado recientemente una unidad de análisis de gobierno corporativo y ha desarrollado una metodología para estudiar las prácticas de gobierno de las empresas analizadas. En el sector financiero, en donde la confianza de los inversores y clientes es crucial, no es descabellado que las entidades que anticipen la resolución de los conflictos de interés y pongan en funcionamiento un sistema transparente de gobierno empresarial avancen posiciones de manera importante.

Aun así, hay que tener en cuenta que en materia de gobierno corporativo son los detalles lo que cuenta. Por ejemplo, no sirve de mucho que una empresa tenga consejeros independientes si éstos dependen directamente de los máximos ejecutivos de la empresa. Un consejero independiente debe tener una dedicación suficiente a la empresa, y ello quiere decir que no puede estar en muchos consejos a la vez; una capacidad de análisis amplia, y ello significa que deben disponer de una infraestructura independiente mínima de apoyo y de información sobre la empresa; y una remuneración adecuada, suficiente para que se dedique a su tarea de supervisión, pero no excesiva para que no sea capturado por la dirección ejecutiva de la empresa.

La crisis actual plantea una oportunidad para Europa para liderar el proceso de reforma regulatoria y de los sistemas de gobierno corporativo. El proceso de formación del mercado financiero integrado europeo proporciona una ocasión para poner en primer plano una regulación y unos mecanismos de autorregulación de los mercados organizados de calidad. Para ello hace falta exhibir una capacidad de actuación y un grado de coordinación superior entre las autoridades nacionales y la Comisión Europea. De lo contrario, iremos a remolque de las iniciativas del otro lado del Atlántico.