

La pregunta del millón es cuán rápido se recuperará la confianza de los inversionistas en Estados Unidos

Eduardo Engel*

Hay problemas serios en el mundo corporativo de los Estados Unidos. Uno de los pilares del ‘modelo estadounidense’, la confianza de los inversionistas en la veracidad de la información que reciben de las empresas, se ha erosionado en semanas recientes, llevando a una caída importante de los índices accionarios. Y no es para menos. Uno tras otro se han revelado escandalosas manipulaciones de los informes contables por parte de importantes empresas, tanto de la “vieja” como de la “nueva” economía, tales como Xerox, WorldCom, Enron y Tyco. Mientras no se supere la actual crisis de confianza, es difícil que Estados Unidos vuelva a ser la locomotora que empuje a la economía mundial, tal como lo venía haciendo antes de los atentados a las Torres Gemelas. El escenario internacional que Chile enfrentará en los meses y años que vienen dependerá de manera no despreciable de como la administración Bush enfrente la coyuntura actual.

Antes de seguir, una aclaración importante. Las debacles bursátiles no necesariamente llevan a una recesión. El caso más reciente de divergencia ocurrió en 1987, cuando los índices bursátiles cayeron en un día más que lo que lo han hecho durante el presente año, sin ocasionar recesión alguna. Más aún, existen motivos adicionales que permiten ser optimistas respecto del futuro de la economía estadounidense. Por ejemplo, los impresionantes incrementos de productividad de fines de los noventa son reales (la forma en que se mide la productividad no está contaminada por las utilidades infladas que reportaron varias empresas).

Una debacle accionaria puede contagiar a la “economía real” mediante una baja en el consumo: cae la bolsa, los hogares son más pobres, cae el consumo, recesión. La situación es particularmente delicada en los Estados Unidos, ya que la gran mayoría de los hogares tienen invertida parte importante de sus ahorros en el mercado accionario. La crisis de confianza actual también puede afectar a la economía real si se prolonga en el tiempo. Si la gente deja de creerle a las empresas, éstas tendrán dificultades para financiar sus nuevos proyectos, y sin financiamiento es difícil que haya crecimiento.

La situación requiere de líderes con el diagnóstico correcto de las razones del éxito del “modelo estadounidense”. Desgraciadamente, George Bush y su equipo parecen no tenerlo. El incremento

de las penas para los ejecutivos que actúen indebidamente, anunciado recientemente por el presidente Bush durante su visita a Wall Street, sirvió de poco para aquietar los ánimos. Lo que se necesita es una serie de reformas que hagan más fácil para los accionistas minoritarios defender sus intereses.

El gobierno actual de los Estados Unidos tiene más gerentes generales en el gabinete que ninguno de sus antecesores. Esta característica, que pudo ser un activo, se ha transformado en motivo de preocupación, por dos motivos:

En primer lugar, hay evidencia cada vez más convincente de que el presidente Bush y varios de sus colaboradores más cercanos participaron en martingalas muy similares a aquellas que se han destapado en meses recientes. Bush era director de Harken a fines de los '80 cuando esta empresa creó una organización de fachada a la cual vendió activos a precios inflados. Esta venta le permitió inflar sus utilidades, subiendo el precio de las acciones. El entonces director Bush vendió sus títulos justo antes que la agencia reguladora ordenara poner en orden la contabilidad y el precio de las acciones se desplomara. Mientras escribo, el Washington Post acaba de revelar documentos mostrando que Bush sabía de los problemas de Harken cuatro meses antes de que estos se hicieran públicos y, lo que es más importante, antes de vender sus acciones. Por su parte, la agencia reguladora de los mercados de valores (SEC) se encuentra investigando a la empresa de servicios petroleros Halliburton, que en 1998 reformuló la forma en que llevaba su contabilidad, lo que habría llevado a un incremento importante de las utilidades reportadas. El gerente general al momento de cometer las supuestas irregularidades era el ahora vicepresidente Cheney. Y los problemas no terminan allí: el director de la SEC, Harvey Pitt, anteriormente fue abogado de varias de las empresas que la SEC está investigando actualmente.

El segundo motivo por el cual la presencia de tantos ex ejecutivos en cargos políticos claves de la administración Bush es preocupante es que, tal como lo dijo recientemente el Economist, éstos están convencidos de que lo que es bueno para los negocios, es bueno para el país. A veces ambos objetivos coinciden, otras veces no, el tema da para una columna aparte. Lo que está claro, sin embargo, es que en la coyuntura actual las reformas necesarias no favorecen a buena parte de los ejecutivos, ya que limitarán sus oportunidades de enriquecimiento rápido en el futuro.

Una característica central de las grandes empresas (corporaciones) modernas es la separación entre los dueños (los accionistas) y sus ejecutivos. Esta separación abre la posibilidad de abuso por parte de los ejecutivos, explicando la existencia de una serie de instituciones para proteger a los accionistas (sobre todo a los minoritarios). Los escándalos que se han destapado en meses recientes muestran que estas instituciones no están funcionando bien, motivando una serie de propuestas.

En primer lugar, está la reforma de las empresas auditoras. Esta incluye la creación de un ente

que las regule (nadie duda a estas alturas que no fueron capaces de autoregularse), la prohibición de que realicen consultorías para las empresas que auditan y la obligación de que las empresas vayan rotando los auditores externos.

Las auditorías externas tienen por objeto comprobar la veracidad de la información que los ejecutivos entregan a sus accionistas. Los servicios de consultoría son contratados por los mismos ejecutivos que son monitoreados por los auditores externos, lo cual puede llevar a que los auditores y ejecutivos se coludan en perjuicio de los minoritarios. Esto explica la propuesta de prohibir consultorías por parte de los auditores externos. De hecho, para que esta medida sea efectiva, debe ir acompañada de la participación del directorio en la selección e interacción con los auditores externos.

Respecto de la rotación de auditores, varios de los escándalos se destaparon cuando un nuevo gerente reemplazó al auditor externo. Estos últimos serán más cuidadosos si saben que dentro de pocos años su trabajo será revisado por uno de sus competidores.

Una segunda línea de reformas dice relación con cómo son remunerados los gerentes y cómo se contabilizan dichas remuneraciones. Comenzando en la década de los ochenta, los ejecutivos estadounidenses recibieron parte importante de sus ingresos mediante acciones de la empresa, sobre todo opciones de compra de dichas acciones. Puede argumentarse que esto incentiva a los ejecutivos a preocuparse de los intereses de los accionistas, ya que asegura que ambos se beneficien de los incrementos del precio de las acciones.

Pero los escándalos recientes revelaron que la idea anterior no funcionó como se esperaba. Remuneraciones atadas al precio de las acciones llevaron a los ejecutivos a inflar los precios de éstas, para luego vender las propias antes de que el precio cayera. Esto ha motivado exigir que los ejecutivos no puedan vender sus títulos por un largo tiempo (al menos cinco años). También motiva limitar y exigir se hagan públicos los préstamos que la empresa hace a sus ejecutivos, ya que en más de una ocasión préstamos a tasas generosas se utilizaron como formas veladas de compensación.

Las opciones de comprar con que se remuneró a los ejecutivos también se prestaron para contabilidades poco claras, nuevamente en desmedro de los accionistas. Aquí las propuestas que se han hecho obligan a las empresas a contabilizar las opciones como gastos al momento de entregarlas, no cuando los ejecutivos las ejercen. Es cierto que no es fácil contabilizar dichas opciones al momento que se entregan; sin embargo, hay varias propuestas razonables aplicando los avances de valoración de activos de las últimas décadas. Más aún, la Coca Cola y el Washington Post se adelantaron recientemente a eventuales cambios regulatorios, al anunciar que introducirán los cambios contables antes mencionados voluntariamente. (No es casual que en el directorio de ambas empresas se encuentre Warren Buffett, importante propulsor de esta reforma y uno de los principales

inversionistas en los Estados Unidos.)

Una tercera línea de reformas propone fortalecer el rol de los directores de empresas como contrapeso de la gerencia. Asegurar su independencia es importante, ya que es fácil que sean cooptados por los ejecutivos, en perjuicio de los accionistas minoritarios. Lo anterior ha llevado a la bolsa de Nueva York (NYSE) a proponer que los directores se reúnan regularmente sin la asistencia de los gerentes; otra medida que se está considerando es prohibir que los directores realicen otros trabajos remunerados para la empresa.

La pregunta del millón es cuán rápido se recuperará la confianza de los inversionistas en Estados Unidos. En un primer escenario, la crisis actual se supera con cambios más bien cosméticos. En este caso lo más probable es que enfrentemos una nueva crisis de confianza en el mediano plazo, más profunda que la actual y con repercusiones mayores sobre la economía real. En un segundo escenario, la baja bursátil y las elecciones de fin de año llevan a un rápido aprendizaje de Bush y su equipo sobre la importancia de proteger a los minoritarios (algunos cambios en el equipo tampoco vendrían mal). En este escenario se aprueba la gran mayoría de las reformas antes descritas y los Estados Unidos vuelve a crecer a tasas excepcionales, arrastrando consigo a la economía mundial. ¿Cuál escenario se dará? Ya lo dijo Niels Bohr hace casi un siglo, “hacer predicciones es muy difícil, especialmente del futuro”. Lo que no cabe duda es cuál escenario es mejor.

***Eduardo Engel es Profesor Titular de Economía de la Universidad de Yale.**