

Tras la 'burbuja', volvamos a la racionalidad y al sentido común

GUILLERMO DE LA DEHESA

Tras vivir una de las burbujas especulativas más importantes de la historia económica que ha producido un fuerte deterioro en los comportamientos de algunas empresas, debidos en unos casos a la alegría y complacencia que siempre las acompañan, en otros a la codicia y en otros a actividades directamente delictivas, es ya hora de volver a los principios que tradicionalmente han reinado en los mercados de capitales basados en la racionalidad, la integridad, la transparencia y la competencia.

Es verdad que la codicia suele imponerse siempre a la racionalidad y al sentido común. Es verdad asimismo que existía, en estos últimos años, un deseo desenfrenado por creer en *nuevos paradigmas*. Pero también ha habido fallos muy graves en el gobierno de las empresas, en sus controles internos, y asimismo en los externos, que estaban en manos de los analistas, auditores, reguladores e inversores.

Por un lado, hemos ido observando cómo, en un corto espacio de tiempo, los conceptos tradicionales y generalmente aceptados sobre la rendición pública de cuentas de empresas cotizadas se han ido subvirtiendo. De la tradicional rúbrica *beneficios antes y después de impuestos*, se ha pasado a primar el llamado *ebitda*, es decir, a los resultados operativos o resultados antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, para más tarde apostar por los resultados *pro forma* y por el *ebitda pro forma*, es decir, por los resultados esperados pero no confirmados ni ciertos, y, posteriormente, por las ventas o los ingresos, para terminar convenciendo a los inversores de que lo importante en muchas compañías es el número de clientes y, si éste no es suficiente, el gasto de inversión previsto para atenderlos. Se ha dado la vuelta completa al sentido y a la importancia de la cascada tradicional de resultados con aparente asentimiento de los analistas e inversores.

Cambios de modelo

Todos estos cambios han ido siendo validados por los expertos. Dado el enorme auge inversor de las empresas, parecía lógico intentar resaltar el *ebitda* para no tener en cuenta el coste anual del fuerte apalancamiento y de la amortización de las inversiones realizadas que aún no tenían rendimientos o eran todavía demasiado bajos. El problema ha sido que los consejos de administración de muchas empresas calculaban sus sistemas de *bonus* sobre el *ebitda*, con lo que conseguían para sus ejecutivos ganancias extraordinarias en años de fuertes pérdidas de las compañías.

La utilización del *pro forma* en los resultados ha servido no sólo para avanzar resultados esperados, aunque todavía inciertos, sino también, en algunos casos, para dejar fuera, cuando menos temporalmente, varias rúbricas negativas de la cuenta de resultados.

La proliferación de las opciones sobre las acciones de las compañías, como forma de re-



Sede de la compañía Enron en Houston, Tejas.

tribuir a sus ejecutivos, ha dado lugar también a abusos. Al no ser contabilizadas como un coste a la hora de calcular los beneficios, al menos en Estados Unidos, y además poderse deducir de impuestos como gasto, su utilización masiva ha hecho que el año pasado llegasen a representar, como media, en las trescientas mayores empresas americanas, el 20% de los resultados antes de impuestos.

Peter Drucker estimaba, a mediados de los años ochenta, que la diferencia de remuneración entre el máximo ejecutivo de una compañía y el trabajador base no debería ser mayor de veinte veces ya que, a partir de dicho límite, se estaba sobrevalorando la contribución del ejecutivo al éxito de la empresa en comparación con la del trabajador. Pues bien, en el año 2000, de acuerdo con el estudio anual de *Business Week*, la diferencia entre ambos, en las grandes empresas americanas

Los consejos de muchas empresas calculaban sus 'bonus' sobre el 'ebitda'; así, sus ejecutivos conseguían ganancias en años de fuertes pérdidas

cotizadas, alcanzó 411 veces, siendo la retribución media de dichos máximos ejecutivos de 11 millones de dólares. Además, cuando el precio de las acciones caía y no había ganancia posible para los ejecutivos al ejercitar sus opciones, a menudo se reajustaba su precio, mediante acuerdo del Consejo de Administración, para que no dejaran de ganar, lo que subvertía totalmente el principio y el sentido de la remuneración mediante opciones. Finalmente, se han observado fuertes ventas de acciones por algunos ejecutivos unos meses antes de que su compañía quebrase.

También los balances de algunas compañías se han visto afectados por los cambios en la forma de presentarlos. La enorme complejidad de dichos balances en las grandes compañías ha

permitido el rápido desarrollo de operaciones *fuera de balance*. La utilización creciente de los *vehículos con un propósito especial* que no consolidan y que tienen mucho sentido para, por ejemplo, financiar con otros socios una inversión en I+D o en otros activos concretos, se han aplicado a esconder riesgos y pasivos fuera del balance. También se han utilizado los *compromisos* que son una variedad de garantías o de pasivos contingentes futuros que no se estaban contabilizando como pasivos porque, en teoría, tenían una baja probabilidad de ejercitarse.

Fraude invisible

Algo parecido ha ocurrido con los *leasing operativos* y con los *productos derivados*. Finalmente, se han utilizado viejos trucos para contabilizar ventas que nunca se van a materializar, a través de hacer intercambios de activos con otras compañías con el objeto de manufacturar ingresos, de anunciar futuros aumentos de precios que no se van a poder aplicar o incluso de contabilizar como ventas aquellos productos que sólo se han situado en el almacén de la empresa.

¿Cómo es posible que los auditores internos y externos no hayan podido detectar estas situaciones? El principal propósito de la rendición de cuentas de las compañías es mostrar cuantitativamente su rendimiento económico subyacente. Sin embargo, esto no está claro. Paradójicamente, el manual de gestión de riesgos de Enron parece tener la respuesta cuando expone: "La gestión de la empresa se mide generalmente por los resultados contables y no por los resultados económicos subyacentes. Por tanto, las estrategias de gestión del riesgo se dirigen a cumplir el desempeño contable y no el económico".

Por otro lado, los modelos contables de las empresas datan de los años treinta, y están basados en los costes históricos, con lo que dan pocas pistas sobre el futuro de la empresa. Además, utilizar los costes históricos en lugar de los precios de mercado permite esconder en determinados años importantes pérdidas implícitas. Dichos modelos tampoco permiten incluir en los ba-

lances intangibles tan importantes como el *software*, el diseño o las marcas, haciendo que aumente cada vez más la diferencia entre su valor de mercado y su valor en libros, especialmente en las empresas tecnológicas; es decir, la regulación contable tiene que ponerse urgentemente al día.

En tercer lugar, existen básicamente dos modelos de regulación contable. El que establece reglas minuciosas para cada situación, de obligado cumplimiento por el auditor, y el que establece solamente principios muy generales y deja al auditor la decisión de cómo aplicarlos. El primero es el que opera en EE UU, que es excesivamente prolijo y que ha demostrado recientemente ser muy poco eficiente ya que el auditor tiene que limitarse a cumplir la letra de la regulación. El segundo es el que se aplica en el Reino Unido con mejores resultados ya que deja al auditor que de su

Los mercados han hecho pagar un alto precio a las empresas, auditores y analistas que han cometido delitos, abusos o errores

opinión libre sobre la veracidad de las cuentas de acuerdo con el espíritu de dichos principios.

En cuarto lugar, hay que mencionar los crecientes conflictos de interés de las empresas de auditoría entre sus beneficios como auditores y como proveedores de servicios de asesoría y consultoría a la misma empresa, que tienden a hacer a los auditores más blandos si los segundos son más elevados. La solución está en que la empresa que contrata la auditoría con una firma se comprometa a no contratar con ella ningún otro servicio.

Finalmente, hay que considerar dos aspectos fundamentales. El primero es quién debe elegir a los auditores. Si éstos son elegidos por los ejecutivos tenderán a ser más sumisos que si son elegidos por un comité de auditoría formado por conseje-

ros independientes. De ahí la importancia de dar un mayor protagonismo a dicho comité y especialmente a su presidente, que debe tener un estatus especial. El segundo es determinar quién debe controlar a los auditores. Lo lógico es que el mismo regulador público que establece los estándares contables sea el que también evalúe los estándares de la actividad de cada auditor.

Negocios cruzados

¿Cómo es posible que los analistas tampoco hayan detectado la situación real en la que se encontraban muchas empresas y siguieran recomendando la compra de sus acciones? El estudio histórico de los analistas de Wall Street realizado por Thomson Financial mostraba que sólo el 1% de sus recomendaciones había sido *vender*. La gran mayoría resultaba en *comprar, acumular, mantener o neutral*.

Parte de este problema se debía a que la remuneración de algunos analistas no sólo dependía de su trabajo estricto como tales, sino también del negocio que con sus recomendaciones pudiese obtener su firma, lo que evitaba ser crítico cuando ésta había recibido su mandato. Otra parte se debía a que se permitía que los analistas pudiesen invertir en las acciones de las empresas que analizaban. Finalmente, otra parte también se debía a que las empresas daban un trato especial a los analistas, frente a otros inversores, suministrándoles más y mejor información sobre su actividad, con lo que los analistas no se atrevían a ser muy críticos con la empresa ante el temor de que perdiesen este canal privilegiado.

Estos problemas están siendo atajados con rapidez. Así, las firmas de Wall Street han empezado a prohibir que los analistas inviertan en las empresas que analizan, a obligar a que sus recomendaciones se tengan que dividir, en porcentajes iguales, entre *comprar, mantener y vender*, y a que sus remuneraciones tengan solamente en cuenta el éxito del analista en pronosticar los beneficios futuros de las empresas que analizan. Los reguladores, por su parte, han prohibido la información financiera *privilegiada* por parte de las compañías cotizadas a determinados analistas o inversores.

En todo caso, hay que reconocer que los mercados han funcionado de nuevo con rapidez haciendo pagar un alto precio a aquellas empresas, auditores y analistas que han cometido delitos, abusos o errores y que los reguladores se han apresurado a modificar sus modelos contables y a ser mucho más estrictos con los sistemas de gobierno de las empresas, favoreciendo la independencia de los consejos de administración frente a sus ejecutivos. Se han dado cuenta de que la mejor forma de conseguir un buen gobierno corporativo es tener un consejo de administración con mayoría de escépticos independientes.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR).