

## Conflictos de interés (II)

*La implosión de la burbuja especulativa creada por la nueva economía ha provocado una explosión de los conflictos de interés, y ha puesto de manifiesto que los auditores, banqueros y directivos, que por ley están obligados a defender a ultranza los intereses de sus clientes, inversores y accionistas, han desatendido su compromiso. Este segundo artículo se centra en el análisis del tercer foco de conflicto de interés, el de los directivos.*

Los accionistas son los únicos propietarios de la empresa – aunque sea una verdad de Perogrullo, conviene recordarlo de vez en cuando. Al ser propietarios, asumen el riesgo residual y en caso de crisis son los últimos en cobrar; la contrapartida es que la gestión de los directivos debe tener como único norte la protección de sus intereses. Los directivos están obligados a administrar la empresa, no en interés propio, sino como meros fiduciarios de sus legítimos y únicos dueños, los accionistas.

La crisis bursátil que estamos viviendo es especial no por la implosión de las cotizaciones, sino porque ha sido precedida de un inaudito (obsceno dicen los americanos) enriquecimiento de los directivos a costa de los accionistas. El instrumento utilizado ha sido la concesión a los ejecutivos de opciones sobre las acciones de la propia sociedad, vinculadas a la evolución de la cotización. La idea subyacente era loable: alinear los intereses, en principio contrapuestos, de directivos y accionistas. El instrumento ha fracasado por dos razones. La primera era previsible: el alineamiento de intereses solo se produce cuando el precio de las acciones sube, no cuando baja. La segunda era menos previsible – aunque bastante congruente con la codicia natural del hombre. Una vez emitidas las “stock

*options*”, ha resultado que los directivos tenían un interés desmesurado para incrementar el valor de la acción – hasta el punto de que algunos cayeron en la tentación de maquillar o incluso manipular sus cuentas, con tal de evitar el desplome de las cotizaciones y la pérdida de sus expectativas. Aunque el fenómeno es universal, hay que reconocer que donde se ha producido con especial crudeza y descaro es en los Estados Unidos y hay ya voces – p.e. la del Presidente Prodi - que ponen en duda todo el modelo empresarial americano. En España, el legislador tuvo en 1999 el acierto de someter las *stock options* a un régimen muy riguroso de aprobación y transparencia. La ley – promulgada inicialmente para un caso concreto – ha demostrado posteriormente su bondad al cortar de raíz todo uso irregular de las opciones, y todo interés conexo en manipular torticeramente la contabilidad.

En los próximos meses veremos cómo – al mismo ritmo que entran en prisión algunos de los directivos que más se excedieron en su codicia – se liman algunos de los excesos más llamativos provocados por los conflictos de interés que he mencionado. Desaparecerán, por lo menos temporalmente, *stock options* y remuneraciones abusivas. La contabilidad se llevará con inusitado rigor. Los consejeros independientes estarán ojo avizor. Pero no creo que se encuentre una solución para el problema de raíz: cómo gobernar sociedades con cientos de miles de accionistas, que no tienen interés alguno en invertir tiempo y dinero en controlar a los directivos.

### **El gobierno de la gran empresa**

Los accionistas no acuden a juntas generales para destituir a directivos ineptos, sino que votan con sus pies vendiendo las acciones de

las sociedades cuya gestión les disgusta. Este problema, que los economistas denominan de acción colectiva, continúa, al día de hoy, sin resolver.

Ni el sistema alemán ni el anglosajón han producido los éxitos esperados. En el alemán, la supervisión de los directivos la realiza un órgano especializado (el Consejo de Vigilancia), en el que se participan representantes de accionistas y trabajadores. En el anglosajón, consejeros independientes y directivos comparten un mismo órgano de dirección. Ambos sistemas han fracasado al tropezar con un mismo problema: los consejeros independientes tienden al diletantismo, y se muestran poco eficaces en su misión de vigilar eficazmente a un grupo profesional y curtido de directivos.

En todo el mundo se multiplican los estudios y los esfuerzos por encontrar una solución. Desde el Senado norteamericano, pasando por la Comisión europea, hasta el Gobierno español, son muchas las instituciones que están reflexionando sobre posibles mejoras de la forma en que se gobiernan las grandes empresas. En España se ha anunciado un anteproyecto de ley preparado por la Comisión General de Codificación y paralelamente el Gobierno ha creado una Comisión de Expertos para reformar el Código Olivencia.

Todas estas iniciativas sin duda aportarán mejoras. Pero permítanme que sea algo escéptico. Ninguna medida estructural resolverá por arte de birlibirloque los problemas consubstanciales a la estructura de la empresa capitalista: a esa división entre propietarios de las empresas que no se inmiscuyen, y gestores profesionales que son contratados y pagados para que defiendan los intereses de esos propietarios absentistas. Ninguna

estructura legal garantiza el buen gobierno, de igual forma que ninguna Constitución garantiza la democracia. Los avances vendrán no por la vía reglamentista de imponer una determinada estructura de gobierno a la empresa, sino por las vías de mayor transparencia y mayor responsabilidad. Más transparencia sobre cómo se gobierna la empresa, sobre cómo se eligen y qué conflictos tiene los consejeros independientes, sobre cómo se controlan las operaciones vinculadas con los accionistas de control, sobre los programas de *stock options* y las otras remuneraciones de los directivos; transparencia para que los inversores puedan mostrar su aprobación o reprobación, comprando o vendiendo la acción. Y más responsabilidad para los directivos (¡y los accionistas de control!) que violen su deber de gestionar la empresa en interés de todos. Y la responsabilidad se quedará en aguas de borrajas si no se arbitran mejores y más eficientes sistemas para exigirla.

Con esta reflexión le dejo, querido lector. Cuando esté Vd. en la playa, entre la lectura del “Hola” y la del “10 Minutos” (ambos prestados de la hamaca de al lado, por supuesto), dedíquele, si le apetece, unos minutos de reflexión a lo acontecido. Quizá llegará a la conclusión que en todo mercado financiero alta remuneración va inexorablemente unido a alto riesgo. O que los conflictos de interés, que en épocas de bonanza carecen de relevancia, tienden a explotar en tiempos de crisis. Pero antes de que estas reflexiones le depriman, retorne a la reconfortante lectura de la prensa del corazón, que en septiembre hay que volver frescos para dar un empujón a la economía real.

Juan Fernández-Armesto