

LAS IRREGULARIDADES FINANCIERAS Y LA ECONOMÍA DE MERCADO

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Rafael Termes Carreró *

El Gobernador del Banco de España, en el siempre interesante discurso de presentación del informe anual, en junio de este año se refería con especial énfasis —cito textualmente— «al conjunto de deficiencias puestas de manifiesto en el denominado caso ENRON, que trasciende del caso singular de dicha empresa y revela debilidades de carácter más institucional y sistémico. La trascendencia de estos hechos radica en haber puesto de manifiesto que, incluso en las economías con un desarrollo institucional más perfeccionado, son posibles comportamientos de gran potencial desestabilizador, no sólo por su importancia cuantitativa sino, sobre todo, por su vertiente cualitativa, en la que han confluído una serie de prácticas de legalidad dudosa y que sobrepasan ampliamente el campo financiero en sentido estricto: conflictos de intereses, serias deficiencias del gobierno corporativo, prácticas contables excesivamente casuísticas que se alejaban de los principios de prudencia y representación apropiada de la realidad económica, manipulación informativa, etc., todo ello sin que funcionasen los necesarios mecanismos de control internos y externos a la entidad».

«Se ha planteado, de esta forma —sigue la cita— un catálogo amplio de graves problemas que afectan a muchos de los requisitos y complementos institucionales que resultan imprescindibles para el mantenimiento de la confianza, para la eficiente asignación de recursos, para el ordenado desarrollo de cualquier sistema financiero y para que su supervisión pueda ser efectiva»¹.

* Sesión del día 5 de noviembre de 2002.

¹ Banco de España, Discurso de presentación del Informe anual pronunciado por el Gobernador, Banco de España, Madrid, junio 2002, pág. 19.

La denuncia de estos hechos por parte de nuestra máxima autoridad monetaria y supervisora, que, como es notorio, ha estado acompañada de numerosas intervenciones, de todo orden, y de muy diversos orígenes, sobre tan lamentables sucesos, pone de manifiesto la gravedad del fenómeno y me induce a dedicar mi disertación a tan grave cuestión empezando, por exponer hasta donde me sea posible, la génesis de los acontecimientos, en plural, porque como muy bien señala el Gobernador, la crisis de Enron trasciende al caso singular. Por esto, entre los muchos casos escandalosos que tanta tinta han hecho correr, escogeré tres: Enron, WorldCom y Vivendi.

EL CASO ENRON

Empecemos por Enron. Enron, fundada en Houston (Texas) en 1985, durante los años de la liberalización del mercado de la energía, como resultado de la fusión entre Houston Natural Gas e InterNorth de Nebraska, era una de las tradicionales compañías dedicadas al suministro de gas. En 1986, pocos meses después de la fusión, Kenneth Lay, Consejero Delegado (CEO) de Houston Natural Gas fue nombrado Presidente (Chairman) y Consejero Delegado (CEO) de la recién formada compañía. Lay se dio cuenta, rápidamente, de que la desregulación podía proporcionar grandes oportunidades de negocio.

Bajo el liderazgo de Kenneth Lay, Enron se transformó en una compañía de intermediación para comprar y vender gas. Para llevar a cabo la transformación, en 1990 Lay contrató a Jeffrey Skilling, socio «senior» de McKinsey & Company, experto en la industria química y de la energía, que McKinsey había asignado al servicio de Enron desde 1988. Skilling creó un «banco de gas», para comprar gas natural de diversos proveedores y venderlo a los consumidores, garantizándoles el suministro a largo plazo y a precio fijo, descargando tanto a los proveedores como a los consumidores del riesgo de incumplimiento de la contraparte. El objetivo principal de Enron era beneficiarse de la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta del gas, pero también ofrecía a los consumidores de gas un cierto número de productos financieros y de intermediación del riesgo. En 1994 el negocio de Enron se amplió con la compraventa de electricidad y la estrategia se demostró acertada ya que, en 1995, Enron se había convertido en la compañía líder del sector de la distribución de energía, llegando a controlar el 20 por 100 del mercado de Estados Unidos. En diciembre de 1996, Skilling fue nombrado CEO (Consejero Delegado) de Enron, quedando Lay como Chairman (Presidente).

En los dos años siguientes, Enron extendió su actividad, entrando en mercados tales como, entre otros, el acero, el petróleo, la pasta de papel, los plásticos.

En noviembre de 1999, Enron abrió su página de Internet para la compraventa de «commodities» creando EnronOnline que pronto se convirtió en la mayor empresa mundial de esta actividad. A finales de 2000, EnronOnline había ejecutado 548.000 transacciones por un valor de 336 mil millones de dólares.

Con el paso del tiempo, Enron empezó a ofrecer contratos, cada vez más complejos, gracias a los cuales sus clientes podían asegurarse no sólo contra la variación del precio de las «commodities», sino también cubrir el riesgo de la variación de los tipos de interés, del impago de las deudas, de las desfavorables condiciones meteorológicas, etc. Sin embargo, la actividad de Enron como intermediario fue más allá de las normas habituales. En lugar de poner en relación a comprador y vendedor, Enron entró en contacto directo con unos y otros. Esta estrategia requiere disponer de elevados niveles de liquidez o, lo que equivale a lo mismo, disfrutar de rápido acceso al mercado de valores. Y así fue como, ante la falta de liquidez, Enron se vio obligada a recurrir al crédito bancario. Como sea que, en aquel momento, tenía ya un elevado nivel de endeudamiento en su balance, Enron necesitaba disponer de una buena calificación por parte de las empresas de *rating* para poder obtener nuevas líneas de crédito bancario.

Este favorable *rating* Enron sólo podía conseguirlo con una buena imagen empresarial. Enron la tenía, ya que su crecimiento no tenía precedentes. A fines del año 2000 sus ingresos ascendían a 100 mil millones de dólares y empleaba a más de 20.000 personas. De hecho, se había convertido en la séptima compañía de Estados Unidos por cifra de ventas. Los ingresos aumentaban año a año y lo mismo sucedía con la cotización de sus acciones, que, como se ve en el anexo núm. 1, habían subido desde 10 dólares en 1992 a cerca de 90 dólares en 2000.

Sin embargo, ya en 1997, Enron había descubierto que no era fácil generar el nivel de crecimiento requerido para, de acuerdo con los criterios de aquella década, mantener un buen *rating* crediticio. En efecto; a medida que los mercados maduran y la competencia se endurece, los márgenes comerciales empiezan a estrecharse. Menores márgenes significan menores beneficios y, cualquiera que sea la política de dividendos aplicada, significan, en definitiva, menos crecimiento. Enron pensó que la solución consistía en entrar en nuevos mercados, invirtiendo en plantas de energía, empresas de Internet, redes de fibra óptica, etc.; no sólo en Estados Unidos sino también en el extranjero. Desgraciadamente para Enron, todas estas inversiones no lograron alcanzar los objetivos previstos o, en el mejor de los casos, prometían beneficios a demasiado largo plazo.

Y fue entonces cuando Enron empezó a manipular sus cuentas para presentar cuantiosos falsos beneficios². El artífice del fraude contable fue Andrew Fastow, el hombre que hace un mes fue arrestado y procesado en Houston, y que Jeffrey Skilling, Consejero Delegado, al advertir sus habilidades, había promovido al cargo de director general financiero. La estrategia de Fastow se desarrolló en tres frentes. Uno era la creación de falsos beneficios. El otro, mantener en balance, como activos seguros, partidas fallidas. Y el tercero, hacer desaparecer del balance determinados activos y pasivos. A tales fines, Fastow recurrió al uso de las llamadas «special purpose entities» (SPE). Estas entidades para fines especiales son asociaciones independientes creadas por un tercero al objeto de emprender proyectos específicos y limitados. Supongamos que una empresa quiere desarrollar un proyecto que requiere una inversión considerable y que la empresa no disponga de recursos para acometerla. Cabe en lo posible que la empresa encuentre un grupo de inversores que estén dispuestos a invertir en este específico proyecto, pero que no quieren correr el riesgo total de la empresa. Una solución para resolver este problema es que el grupo cree una SPE que desarrollará exclusivamente el proyecto en cuestión, bajo la dirección, pero sin inversión, de la empresa, en nuestro caso Enron, que es la que concibió el proyecto y promovió la creación de la SPE.

Fastow estableció una compleja red de supuestamente independientes SPE para proteger el valor de determinados activos, asumir deudas presentes o futuras y ejecutar determinadas transacciones, en especial, ventas de activos; todo ello en forma rápida y confidencial. En definitiva, se trataba de pasar a estas SPE todo aquello que no interesaba que figurara como propiedad de Enron o hacerle realizar aquello que no convenía que apareciera como realizado por Enron, al tiempo que Enron controlaba indirectamente las SPE.

Pero, para obtener el efecto deseado de la creación de estas SPE, era necesario evitar la consolidación de las mismas en el balance y cuentas de Enron como sociedad matriz. La consolidación, recuerdo, consiste en integrar en el balance de la matriz, total o proporcionalmente, los activos y pasivos de las filiales; e integrar en los resultados de la matriz, total o proporcionalmente, los resultados de las filiales. Estas disposiciones tienen por objeto mostrar de manera clara la situación financiera de todo el grupo. La legislación americana obliga a consolidar las SPE, aunque en el capital de las mismas no haya capital de la promotora de la SPE. Pero como esto es precisamente lo que no le interesaba a Enron, Fastow aprovechó un resquicio de la regulación americana según la cual la consolidación no es necesaria cuando exista una participación de un tercero en el capital de la SPE igual al 3

² Cfr. FERNANDO PEÑALVA, *Understanding the downfall of Enron*, IESE, Barcelona, 2002.

por 100 de su activo total. Y esta regla es la que a partir de 1997, Fastow y Michael Kopper, su hombre de confianza, procesado en agosto último, utilizaron para realizar las transacciones necesarias para dar la falsa impresión de que Enron era una entidad sólida que crecía en ventas y en beneficios; cuando la realidad era que las pérdidas iban en aumento. Con el paso del tiempo Enron creó y utilizó más de 3.000 de esas SPE. Unas de las más famosas fueron las llamadas «Raptor», que nos van a servir para, en forma sintética, exponer el funcionamiento del mecanismo fraudulento.

Las inversiones financieras del balance de Enron (valores públicos y privados, de renta fija o variable, así como préstamos) se contabilizaban a precios de mercado. Cada trimestre se hacía la valoración y las plusvalías eran llevadas a la cuenta de resultados como beneficios, así como las minusvalías se contabilizaban como pérdidas. Para evitar el riesgo de tener que recoger pérdidas, Enron decidió asegurar el valor de sus activos. Ante la imposibilidad de encontrar asegurador a precio razonable, Enron creó una SPE: «Raptor1». (Digo «uno» porque esta primera Raptor se vio luego acompañada de otras Raptor). El balance de la misma se ve en forma simplificada en el Anexo 2. El capital, fijado en 30 millones de dólares, lo aportó una sociedad llamada LJM2 controlada por el propio Fastow. Enron aportó financiación en forma de pagarés por 400 millones. El activo estaba compuesto por los 30 millones en caja correspondientes al desembolso del capital, 50 millones en letras y 450 millones en acciones de Enron. Constituida la SPE, Enron suscribió con Raptor1 un contrato para asegurar los activos sometidos a riesgo, según el cual, Raptor recibiría cualquier futuro beneficio derivado de la plusvalía de los activos de Enron asegurados, pero debería pagar a Enron toda pérdida futura sobre los mismos. El truco es que el único activo que tenía Raptor para pagar estas eventuales pérdidas eran las propias acciones de Enron. Es decir, Enron se aseguraba a sí misma, partiendo del supuesto de que la cotización de sus acciones no podía bajar.

He aquí una razón más por la cual era tan importante para Enron que sus acciones subieran. Pero como esto depende de que el crecimiento de los beneficios satisfaga las expectativas de los inversores, lo importante era que los beneficios crecieran o pareciera que lo hacían. Enron estableció cuatro Raptor, por cuyo montaje, dicho sea de paso, Andersen Consulting percibió más de 1 millón de dólares. Las cuatro Raptors permitieron a Enron contabilizar más de 1.000 millones de falsos beneficios. Por otra parte, gracias al truco del 3 por 100 para no consolidar, en las cuentas de 1999, el activo en el balance de Enron ascendió a 33 mil millones de dólares, mientras manejaba otros activos por 27 mil millones fuera de balance al haberlos transferido a las SPE.

Como se ve, gracias a la por algunos tan alabada «contabilidad creativa», todo lo que hacía Enron, a pesar de ser un gran engaño, era aparentemente «legal», como lo certificaron las consultorías Andersen y Vinson & Elkins.

Es interesante, a mi juicio, señalar que los inversores y prestamistas de las SPE, además de otras SPE y de los empleados de Enron, eran instituciones tales como Merrill Lynch, J.P. Morgan Chase, Credit Suisse First Boston, Citigroup, Bank of America, Barclays Bank, Deutsche Bank, Lehman Brothers, etc. Para lograr el apoyo de estos bancos de inversión, Fastow recurría a menudo a argumentos tan fuertes como advertirles que dejaría de proporcionarles negocio si se negaban a cooperar en las Raptors.

No parece razonable detenerse en la exposición de las otras genialidades desarrolladas por los gestores de Enron para lograr su propósito de aparente prosperidad. Baste decir que la débil estructura creada por ellos empezó a quebrarse a mediados del año 2000, cuando la burbuja de las acciones de las empresas de Internet se pinchó, afectando también a la cotización de Enron. Pero fue en 2001 cuando la situación de Enron empezó a ser cada vez más desesperada. El 14 de agosto de 2001, Jeffrey Skilling sorprendió a la comunidad financiera al anunciar su dimisión como Consejero Delegado (CEO) de Enron, alegando razones personales. El Presidente Kenneth Lay tuvo que asumir, de nuevo, las funciones de primer ejecutivo. En el mismo mes Enron reconoció que el tratamiento realizado a través de las Raptors era incorrecto y que su corrección supondría la reducción de los fondos propios de la compañía por un importe de 1.000 millones de dólares. El 18 de septiembre, después de los atentados terroristas del 11, la acción de Enron (Anexo núm. 3), que valía 83 dólares a principios de 2001, cayó a 28 dólares. Ante el riesgo de no poder soportar la solvencia de las Raptors con las acciones de Enron, Lay decidió acabar con el entramado Raptors, lo cual le obligó a reconocer una pérdida de 544 millones de dólares en el tercer trimestre de 2001, todo lo cual condujo a la famosa declaración de 16 de octubre en la que, además de reconocer que las pérdidas del trimestre terminado el 30 de septiembre habían ascendido a 618 millones de dólares, Lay, en conferencia con analistas de inversiones, añadió que los fondos propios de Enron se habían reducido en 1.200 millones de dólares.

El 24 de octubre, Andrew Fastow entró en suspensión de funciones y su puesto de director general financiero fue asumido por Jeff McMahon hasta entonces responsable del área de comercio por Internet.

Estos hechos hicieron que la cotización de la acción, que en octubre se había recuperado (Anexo núm. 3) hasta 37 dólares, empezara el rápido desplome

que había de conducirlo a la nada. El 20 de noviembre Enron anunció que la próxima semana tenía que pagar 690 millones de dólares y que este hecho acarrearía otro inmediato pago de 3.900 millones. Ocho días después, las agencias de *rating* degradaron la deuda de Enron a la condición de «basura». Falto de recursos para atender estos pagos y habiendo fracasado el último intento de rescate por parte de su competidor Dynegy, el 2 de diciembre de 2001, Enron se acogió al procedimiento legal de suspensión de pagos, protagonizando, con un activo de 63.000 millones de dólares y un pasivo de 30.000 millones, la mayor bancarrota hasta entonces habida en Estados Unidos. De la magnitud de la pérdida causada a los inversores da una idea el hecho de que los 15.000 empleados participantes en el plan de pensiones, el 62 por 100 de cuyo activo estaba invertido en acciones de Enron, que fueron adquiridas a 83,13 dólares y después de la suspensión de pagos (Anexo núm. 4), cayeron a 46 céntimos de dólar, para cerrar a 10 céntimos el 21 de octubre, perdieron cerca de mil millones de dólares de sus ahorros.

Hoy, el aspecto que ofrece la sede de Enron en Houston nada tiene que ver con la que hasta hace sólo un año fue considerada una de las compañías más admiradas del mundo. Los dos mil empleados que quedan en la ciudad texana se esparcen en los espacios semivacíos que antes ocupaban un total de 7.500 personas. El despacho de Lay, en lo más alto de un edificio de cincuenta plantas, está vacío.

Stephen Cooper, experto en reestructuración de empresas en dificultades, fue nombrado Consejero Delegado provisional tras la suspensión de pagos de la compañía. El consejo de administración, formado por cuatro miembros, no necesita la gran sala de aquel consejo de quince miembros que, según las investigaciones, no detectó las irregularidades contables y financieras de la compañía. Frente a la pujante empresa que quiso convencer al mundo de que había reinventado el negocio eléctrico al incorporar Internet a su negocio de *trading*, hoy Enron no es más que un amasijo de activos de generación y de transporte de electricidad, en venta.

EL CASO WORLDCOM

Seis meses después de la quiebra de Enron, en diciembre de 2001, apareció un nuevo fenómeno de irregularidades en WorldCom, la segunda operadora de larga distancia de Estados Unidos que, con actividad en más de 65 países, 20 millones de clientes, 85.000 empleados, cientos de miles de inversionistas y docenas de millones de internautas, ha protagonizado lo que se considera el mayor fraude

empresarial de la historia y que condujo a la empresa a solicitar el beneficio de la suspensión de pagos el 21 de julio de 2002. En efecto, la deuda de WorldCom en el momento de suspender pagos rebasaba los 40.000 millones de dólares y los activos de la presuntamente quebrada empresa, del orden de 100.000 millones de dólares, superaban con mucho los de Enron, que con 63.000 millones, ostentaba el récord, hasta llegar la caída de WorldCom.

WorldCom fue fundada en 1984, por Bernard Ebbers, cuando la monopolística ATT fue troceada, proporcionando oportunidades de negocio a emprendedores del estilo de Ebbers que en aquel entonces poseía una cadena de moteles en Mississippi. A partir de este modesto origen, el visionario Ebbers fue construyendo la emblemática telecom compañía, ensamblando las muchas firmas que fue adquiriendo a lo largo de casi dos décadas. WorldCom empezó a cotizar en 1988 y el precio de la acción (Anexo núm. 5) que hasta 1991 se mantenía por debajo de 5 dólares empezó a subir para llegar hasta 80 dólares en 1999. En este momento, Ebbers absorbió el grupo MCI y Bert C. Roberts, que era el primer ejecutivo de MCI pasó a ser Presidente no ejecutivo de WorldCom, mientras Bernie Ebbers se mantenía como primer ejecutivo. Desde el momento de la fusión, el negocio de telefonía de larga distancia aportado por MCI empezó a declinar arrastrando a la baja las acciones de WorldCom, como se ve en el anexo núm. 5, para llegar a 10 dólares a principios de 2002.

El día 30 de abril de 2002, la comunidad financiera se vio sorprendida por la insospechada dimisión de Bernie Ebbers, que fue sustituido por John Sidgmore, en calidad de Director General y primer ejecutivo, mientras Bert Roberts se mantenía en su puesto de Presidente no ejecutivo.

El 20 de junio, a consecuencia de una investigación de la SEC, WorldCom se vio obligada a reconocer públicamente que durante cinco trimestres se habían manipulado los resultados contables, descubriéndose entonces que los caminos de la inmoralidad corporativa son muy diversos; si Enron, como hemos visto, utilizó sofisticados instrumentos financieros para maquillar sus cuentas, los directivos de WorldCom no hicieron más que un simple cambio de renglón al contabilizar 3.850 millones de dólares de gastos corrientes como si fueran inversiones, permitiendo a la Compañía presentar beneficios en lugar de pérdidas y así engañar a los inversores.

A partir de este momento Sidgmore y Roberts, en sus comparecencias de 8 de julio ante la Cámara de Representantes y en comunicados de prensa, se dedicaron a manifestar su sorpresa y su indignación por lo ocurrido, manifestando su

disposición a aclarar las irregularidades, exigir responsabilidades y hacer lo necesario para la supervivencia de la Compañía. A tal fin, se contrató a William McLucas, antiguo Jefe de la oficina de vigilancia de la SEC, para llevar a cabo una investigación para conocer exactamente lo sucedido, dónde y porqué. Y, como ya dije, el día 21 de julio WorldCom solicitó de la Sala de Quiebras del Distrito Sur de New York, el privilegio de la suspensión de pagos, al amparo del capítulo 11 de la Ley de quiebras.

El 8 de agosto WorldCom anunció que a las pérdidas de 3.850 millones de dólares, confesadas en el mes de junio, había que añadir otros 3.833 millones de dólares, con lo cual las pérdidas no consignadas desde 1999 hasta el primer trimestre de 2002 ascendían a 7.683 millones de dólares, advirtiendo que la investigación en curso podía descubrir más importes impropriamente contabilizados, así como la necesidad de amortizar determinados activos, fondos de comercio y otros intangibles, todo lo cual haría aumentar las pérdidas. Huelga decir que a partir de este anuncio, la acción de WorldCom se ha precipitado hacia la nada (Anexo 5). El 16 de septiembre John Sidgmore, en carta dirigida a los clientes, confirmaba que continuaría como primer ejecutivo de la Compañía, a fin de asegurar el proceso de estabilización de la empresa, mientras no se encontrara un definitivo Consejero Delegado, tarea a la que, se estaban dedicando Bert Roberts y él, junto con otros miembros del Consejo. Una vez hallado el adecuado primer ejecutivo, él pensaba continuar como Vice Presidente ejecutivo y Roberts seguiría como Presidente no ejecutivo. Por otra parte, Sidgmore aseguró que la Compañía, en trámite de suspensión de pagos, podría seguir dando servicio, gracias a un crédito de 2.000 millones de dólares concedidos por Citigroup, Morgan Chase y GE Capital con la garantía de recuperar sus créditos con los pagos de las tarifas que seguirían abonando los clientes de la WorldCom.

El hecho de que sea así no disminuye la gravedad de lo ocurrido, habida cuenta del quebranto que han experimentado los accionistas y el que experimentarán los restantes acreedores no protegidos por el contrato que destina los nuevos ingresos por tarifas a pagar el crédito del grupo bancario.

El 22 de octubre WorldCom anunció que, restablecida la ortodoxia contable, los resultados correspondientes a los meses de julio y agosto fueron negativos por 333 millones y 98 millones, respectivamente, reiterando que continúa la evaluación del balance de la Compañía lo cual hará aparecer nuevas pérdidas.

Es evidente que en este caso, como en tantos otros, fallaron los órganos de control; en primer lugar la auditora Andersen, sea por torpeza, sea por connivencia

con los directivos de WorldCom, sea por la habilidad de estos para enmascarar la contabilidad. Falló también la SEC, equivalente a nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que tenía sin duda motivos para sospechar, y cuyo Presidente, Harvey Pitt, se halla en trance de tener que dimitir, después de las elecciones de hoy. Lo que no ha fallado ha sido la sanción del mercado que expulsa a los que infringen las reglas de la veracidad y la transparencia, en las que se basa la confianza. Lo malo es que estos gestores inmorales arrastran en su caída a los innumerables inversores que fueron seducidos por la que parecía una brillante trayectoria. Tal es el caso de Bernie Ebbers, presidente fundador de la Compañía, que en abril de 2002, poco antes de estallar el fraude, abandonó el barco, tras haberse adjudicado una fastuosa jubilación en efectivo y en especie, ahora en discusión con el Consejo, sin importarle, al parecer, la suerte que, por culpa de su gestión, pueden sufrir todos o parte de los empleados y la ruina causada a los accionistas.

Como era de esperar, este ejecutivo no sólo falseó los beneficios de la Compañía sino que aprovechó el puesto de que disfrutaba para lucrarse personalmente, por caminos torcidos, al vender acciones que le había otorgado la firma Salomon Smith Barney a cambio de que Ebbers le proporcionara negocios con WorldCom cuando era presidente de la Compañía. Por tal delito, en fecha reciente, el fiscal general de Nueva York ha presentado demanda civil contra Ebbers, a quien exige la devolución de más de diez millones de dólares.

Por otra parte, Ebbers recibió 679 millones de dólares de una filial de Citigroup para comprar 184.000 hectáreas de bosque en Alabama, Tennessee y Mississippi, garantizando los préstamos con acciones de WorldCom, lo cual ha dado pie para que los defraudados accionistas de WorldCom presentaran una demanda contra Citigroup, alegando, con razón o sin ella, que el préstamo fue concedido a cambio de que la banca de inversión de Citigroup, Salomon Smith Barney, dirigiera la venta de 17.000 millones de dólares en bonos de WorldCom.

En cuanto al futuro de WorldCom, Sidgmore aseguró que se proponía vender parte de las 70 firmas adquiridas por Ebbers, en su alocada carrera de crecimiento y que se desprendería de negocios no rentables en Iberoamérica y Asia. En cualquier caso, es evidente que, en el futuro, los inversores, los analistas y demás integrantes del sistema financiero, harán bien en desconfiar de las compañías cuyo objetivo es el crecimiento desmesurado, sin preocuparse del mantenimiento del beneficio a largo plazo.

* * *

Vistos los casos de Enron y WorldCom, pasemos al caso Vivendi.

EL CASO VIVENDI

En 1853, un decreto imperial creó la Compagnie Générale des Eaux (CGE) para prestar el servicio de aguas de Lyon. Centrada inicialmente en la distribución de agua, la CGE extendió en seguida su actividad al tratamiento de aguas residuales, y fue expandiéndose tanto en Francia como fuera de ella. A partir de los años sesenta del pasado siglo amplió sus actividades a los servicios relacionados con el medio ambiente, la limpieza, el tratamiento de residuos domésticos, la gestión energética y el transporte. En 1994 la CGE tenía un volumen de negocio de 150.000 millones de francos, contaba con 2.500 filiales y empleaba a más de 200.000 personas; pero, a pesar de su gran tamaño, por la crisis inmobiliaria y ciertos episodios de corrupción en el sector, tenía una deuda que ascendía a 57.000 millones de francos. Para resolver este problema, la CGE nombró administrador y director general de la Compañía a Jean-Marie Messier. Messier, nacido en 1956 en Grenoble, tenía por lo tanto 38 años cuando empuñó el timón de la CGE. Formado en la Escuela Politécnica y en la Escuela Nacional de Administración, parecía tener todas las condiciones para el cometido para el que había sido elegido. Inspector de finanzas, durante sus seis años de trabajo en la administración pública había participado en los procesos de privatización emprendidos por el gobierno Balladur. De hecho, en 1998 fue elegido como «estratega del año» por los lectores de *La Tribune*, que lo apodaba «el conquistador de la Générale».

La realidad es que, al principio, Messier acometió la tarea de poner orden en la CGE, contando con el formidable patrimonio de la empresa. En seguida clasificó los bienes de la empresa en dos categorías: estratégicos e inútiles. Reorganizó los intereses inmobiliarios y vendió activos (FNAC, Saint-Gobain, Alcatel...). Y en 1995 anunció unas pérdidas de 3.700 millones de francos, las primeras en la historia del grupo.

En 1996 Messier fue promovido a la presidencia de la CGE. En aquel entonces, Messier ya había diseñado su estrategia: ampliar las actividades del grupo. Nada de limitarse a los clásicos servicios a las comunidades locales, como había hecho su predecesor, Guy Dejaouny. Lo que procedía era reducir los negocios inmobiliarios y relacionados con la construcción, e impulsar los de telecomunicaciones y medios de comunicación. Se aplicó a ello con audacia, y llegó a formar el segundo grupo de comunicaciones del mundo, a partir de dos empresas en las que ya participaba la CGE: la SFR (telefonía móvil) y Canal+, creada por André Rouselet con el apoyo de Dejaouny.

A finales de 1996, Messier sorprendió al anunciar que el grupo volvía a tener ganancias. Vendió activos por valor de 19.000 millones de francos y creó

Cegetel, con British Telecom, para competir con France Télécom en la telefonía fija. En 1997 la CGE siguió vendiendo activos y adquirió el 30 por 100 del grupo periódico y editorial Havas. En ese momento la participación de la CGE en el sector de la comunicación tan sólo representaba el 4,5 por 100 del volumen de negocios del grupo.

Inmediatamente Messier inicia un despliegue trepidante. En marzo de 1998 se hizo con el control de Havas, propietaria de un 34 por 100 del capital de Canal+. Y Cegetel, Havas y Canal+ fueron los pilares para recrear la empresa, que pasó a llamarse Vivendi. Messier tenía el convencimiento de que, en la era de Internet, el futuro estaba en la «convergencia» entre los contenidos y los medios técnicos para difundirlos, entre el entretenimiento y las vías para distribuirlo.

Messier fue, o simuló ser, un ferviente adicto a la teoría de la sinergia que pretende que la fusión de empresas, sobre todo si son de campos distintos, hace que el todo sea mucho mayor que la suma de sus partes; lo cual, si en algunos casos puede ser cierto, no tiene por qué serlo en todos. Pero la fase alcista por la que, en 1998, pasaba la Bolsa, ayudaba a su empeño y Messier siguió con sus planes expansionistas. De todos modos, Messier, aunque polarizado preferentemente hacia los medios de difusión y las telecomunicaciones, no dejó de hacer inversiones en los sectores de la vieja CGE (agrupados más tarde como Vivendi Environnement): en 1999 compró por 38.000 millones de francos la primera empresa estadounidense en el tratamiento de aguas, USA Filter, a pesar de que sus colaboradores le aseguraban que no valía tanto. Messier no escucha, porque está seguro de que la compra tendrá buenos efectos en la Bolsa. Como así fue; la acción de Vivendi, que desde 1993 a 1997 se mantuvo entre 20 y 40 euros, como puede verse en el anexo núm. 6, a partir de 1998 empezó a subir, para cerrar a 80 euros en 1999. Los directivos de la época Dejaouny comienzan a abandonar la empresa, pero Messier sigue invirtiendo en el extranjero, sin reparar en gastos: para asegurarse por treinta años el control de las conducciones de agua de Praga, llega a pagar 190 millones de euros, el doble de lo que ofrecía su competidora británica International Water Limited; y, para conseguir la explotación de la red de Berlín, ofrece un 35 por 100 más que su contrincante. Todas estas actuaciones empezaron a plantear dudas en el sector financiero, pero Messier demostró una gran habilidad para disiparlas, anunciando la creación del portal Vizzavi —el portal que iba a permitir una vida «fluida»—, para competir con Yahoo, logrando que las acciones (Anexo núm. 6), subieran hasta 150 euros.

En junio de 2000, Messier cierra un acuerdo con Edgar Bronfman hijo, cuyo abuelo había fundado la empresa de producción y distribución de licores Sea-

gram. Bronfman había comprado en 1995 la productora cinematográfica Universal a Matsushita por 5.700 millones de dólares, era el primer editor musical (Universal Music, antes PolyGram) y productor discográfico del mundo, y tenía una participación en Time Warner. Con ese acuerdo nació Vivendi Universal, y Messier confirmó sus expectativas de convertirse en un nuevo magnate de la comunicación y el entretenimiento. El objetivo de Messier era disponer de contenidos para servir a los abonados a Canal+ y usuarios de Vizzavi. El acuerdo no satisfizo al mercado financiero, y Vivendi perdió un 15 por 100 en dos sesiones de la Bolsa. El mercado se preguntaba si no se había pagado un precio excesivo (130.000 millones de francos) por Seagram, con el recuerdo aún fresco de que Canal+ había comprado a precio de oro una red de cadenas escandinavas llamada Nethold. Cuando se publicaron los resultados de 1999, resultó que los estudios Universal habían tenido pérdidas de 200 millones de dólares en ese ejercicio, y la cotización de la acción de Vivendi (Anexo núm. 6) cayó hasta 80 euros a fines de 2000.

En 2001, Messier se estableció en Nueva York. Parece que se cerraba un capítulo, y eran muchos los que esperaban que se dedicara a gestionar concienzudamente el nuevo gigante de la comunicación, después de transferir todas las deudas del grupo a Vivendi Environnement. Lejos de eso, Messier prosiguió con su bulimia empresarial. Pese a la reducción de la actividad económica y la crisis de los valores vinculados a Internet, Messier sigue comprando y descuida la gestión de lo que ya tiene. Adquiere por 373 millones de dólares «mp3.com», número uno mundial en la distribución y venta de música a través de la red. Luego compra Houghton Mifflin, la conocida editorial estadounidense, lo que convierte a Vivendi Universal Publishing —creada sobre la base de Havas a fines de 2000— en el primer editor educativo del mundo. Por Houghton Mifflin paga 2.500 millones de dólares, el doble de la cifra de negocios de la editorial. Algunos comienzan a pensar que tal fiebre de compras y ventas era en realidad una huida hacia delante.

En noviembre de 2001 Vivendi Universal crea en Estados Unidos Vivendi Universal Net USA para unificar todas las actividades en Internet (música, juegos, educación). Además, acaba el año con otras dos grandes transacciones estratégicas: compra por 1.500 millones de dólares el 10 por 100 de EchoStar, la segunda empresa estadounidense de televisión por satélite, y se hace con USA Networks, propietaria de redes de cable y productora de cine y de programas televisivos, por una suma de diez a doce mil millones de dólares, el triple de lo que había costado al vendedor tres años antes. Mientras tanto, la acción de Vivendi (Anexo núm. 6) acabó 2001 por debajo de 60 euros.

En ese momento las circunstancias imponían un frenazo a Messier, que se vio obligado a pasar a la defensiva, ya que desde enero de 2002 vio cómo se des-

vanecía la confianza que se tenía en él y se apagaba su estrella. Para intentar superar la situación y visto el fuerte endeudamiento del grupo, Messier sacó a la venta 55 millones de acciones a 60 euros por acción, lo que significaba una aportación de capital de 3.300 millones de euros. A pesar de que en el mercado las acciones cotizaban alrededor de 40 euros, Deutsche Bank y Goldman Sachs aceptaron pagarlas a 60 euros, para revenderlas después. No lo lograron y perdieron más de 400 millones de euros en la operación.

El 5 de marzo de 2002, el Consejo de Administración de Vivendi Universal, alarmado por las pérdidas de 13.600 millones de euros, la mayor que haya tenido jamás un grupo empresarial en Francia, pidió cuentas a Messier por primera vez, ya que, además, había descubierto que Messier no había declarado toda la verdad sobre las deudas del grupo: pocos meses antes las había cifrado en menos de 8.000 millones de euros, y ahora resultaba que eran más de 19.000 millones. A partir de entonces, el poder de Messier en Vivendi Universal se discute cada vez más y su estrategia comienza a ser blanco de todas las críticas. La integración vertical, basada en la supuesta concurrencia entre contenidos y medios técnicos de distribución, no da los frutos prometidos. Vizzavi, el portal multi-acceso lanzado en junio de 2000 por Vivendi y Vodafone, para proporcionar contenidos y servicios a los 70 millones de abonados de ambos grupos, y que se había valorado en 20.000 millones de euros, apenas había conseguido 7,5 millones de abonados en ocho países europeos, y registraba pérdidas de 2.000 millones de euros. El 29 de mayo, dos de los consejeros americanos desautorizan públicamente a Messier. Se constituye un comité especial para poner en marcha un programa de desendeudamiento.

Tras un forcejeo con el Consejo de Administración, Messier dimite el 2 de julio de 2002. De inmediato, las acciones de Vivendi Universal (Anexo núm. 6) que, desde el máximo de 150 euros a principios de 2000, habían bajado a 17,80 euros, subieron, momentáneamente, un 9,46 por 100: los inversores indicaban así que era él el principal obstáculo para arreglar los problemas del grupo.

Para relevar a Messier, el Consejo nombró a Jean-René Fourtou (63 años), también *ex* alumno de la Escuela Politécnica y hasta ahora Vicepresidente del grupo químico-farmacéutico Aventis, quien se encontró con una deuda de 35.000 millones de euros incluyendo Vivendi Environnement, y serios problemas de tesorería. La base para sus negociaciones radica en el valor de los muy importantes activos de Vivendi Universal. De hecho, el 8 de julio un consorcio formado por el Deutsche Bank y otros siete grandes bancos aceptó la renovación de varias líneas de crédito por un valor de 3.800 millones de euros. A fin de cuentas, los bancos están tan comprometidos en Vivendi Universal que no pueden negarse a apoyarla.

El nuevo Presidente de Vivendi Universal, empezó por poner las cuentas y el patrimonio en orden. Después de haber depreciado los activos adquiridos por Messier durante el boom tecnológico por valor de 11.000 millones de euros y haber provisionado otros 3.400 millones, las pérdidas netas del grupo multimedia en el primer semestre de 2002 se elevan a 12.300 millones de euros. Una vez conocido el dato, Standard & Poors rebajó la calificación de la deuda hasta la categoría de bonos basura, argumentando que las previsiones de recuperación del *cash flow* eran sombrías. Fourtou, sin embargo, dispuesto a recortar drásticamente la deuda para dejarla en menos de 10.000 millones y mejorar la liquidez cuanto antes, el 14 de agosto último, acompañado de Jacques Espinasse, Director General Financiero, en conferencia de prensa, anunció un gran plan de desinversión de activos no estratégicos por valor de 15.000 millones de euros, de los cuales 5.000 millones deben ser vendidos en nueve meses y 10.000 millones en dos años. Fourtou declaró que las prioridades, para lo que resta de 2002, además de reducir la deuda, eran aumentar el *cash flow* y la productividad, recortando los gastos generales, y no realizar ninguna adquisición externa.

La primera manifestación de la realización del plan, conocida el 31 de agosto, fue la cesión a Vodafone del control del portal Vizzavi por 143 millones de euros. Posteriormente, a fines de septiembre, Vivendi vendió Telepiú, la plataforma vía satélite italiana, por 1.000 millones de euros. Y en estos días está ultimando la venta del negocio editorial al grupo Lagardère. Entretanto Vivendi había conseguido un crédito de 3.000 millones de euros de un consorcio de entidades bancarias francesas y extranjeras. Lo cual demuestra que la confianza en la nueva Vivendi está renaciendo en el sector financiero.

En efecto, al revés de lo sucedido con Enron, quebrada en diciembre de 2001 y con WorldCom, quebrada en julio de 2002, Vivendi Universal, con millones de pérdidas acumuladas y muy fuerte endeudamiento, gracias a la oportuna intervención de su Consejo de Administración —cosa que faltó, como hemos visto, en los casos de Enron y WorldCom— en el momento de escribir estas líneas no sólo se mantiene viva y con esperanzas de salvamento, sino que planta cara a Vodafone para obtener el control de Cegetel, a fin de no perder el mercado francés de móviles, para lo cual, dada su delicada situación financiera, está dispuesta a vender la filial de servicios Vivendi Environnement, al objeto de obtener, sin endeudarse, los fondos necesarios para adquirir la participación de BT, lo que le daría el 70 por 100 de Cegetel. El mercado, por su parte, se mantiene a la expectativa y las acciones de Vivendi, con pequeños movimientos al alza y a la baja, se mantienen alrededor de los 15 euros.

Sin embargo, este reconfortante, por ahora, final, no debe hacer olvidar y, sin duda, no lo hará, que la obsesión del crecimiento por el crecimiento, que llevó a Jean-Marie Messier a su desafortunada adquisición de empresas en busca de unas pretendidas sinergias que jamás se dieron, no es una buena manera de gobernar empresas, y que, en casos semejantes, el mercado haría bien en reaccionar, antes que lo hizo en el caso de Vivendi, para desplazar del poder a esta clase de malos gestores.

BUSCANDO LAS CAUSAS

Los tres casos que he descrito, a título de ejemplo, ya que, como es bien sabido, son muchos más los escándalos que ha conocido la opinión pública, han dado pie a que una corriente de pensamiento, de antiguo predispuesta para ello y que hoy goza de cierta aceptación popular, atribuya tales hechos a la esencia de la economía de mercado, ya que, para tal corriente, este modelo de organización económica, basada en la propiedad privada; el mecanismo de los precios para la mejor asignación de recursos; y la libertad individual de emprender, con la esperanza de atribuirse el resultado favorable, si se produce, a cambio de asumir el riesgo del siempre posible fracaso, para esta corriente, digo, el motor que hace marchar la economía de mercado es la codicia. Pero otros piensan que no solamente la codicia no es la base del modelo de mercado, sino que se opone al interés propio racional, definido por Adam Smith, que, buscando, desde luego, el beneficio para uno mismo, hace participar de la riqueza creada a los demás, aun sin proponérselo, pero respetando siempre la dignidad de las personas implicadas en el proceso, con un comportamiento íntegro.

Sin obstáculo para admitir que los individuos, lo mismo en una sociedad capitalista que en una sociedad socialista, pueden comportarse incorrectamente, lo cierto es que el funcionamiento de la economía de mercado, que con un nombre que no gustaba ni a Hayek puede llamarse capitalismo, descansa en la generosidad, la magnanimidad y el altruismo. George Gilder, el conocido autor de *Riqueza y Pobreza* dice textualmente: «El capitalismo empieza por dar. Nadie puede esperar que las recompensas del comercio sean fruto de la codicia, la avaricia o incluso el egoísmo, sino de un espíritu íntimamente afín al altruismo, una consideración de las necesidades del prójimo, un talante humano, sociable y animoso. No el tomar y el consumir, sino el dar, arriesgar y crear es lo que distingue al capitalismo»³.

³ GEORGE GILDER, *Riqueza y pobreza*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1984, pág. 39.

Para esta línea de pensamiento, en la que militan economistas de innegable prestigio y a la que me siento vinculado, los actuales escándalos empresariales no son atribuibles al modelo de economía de mercado. No es el mercado el que ha fallado, sino las personas. Por lo tanto, la solución no consiste en cambiar de modelo buscando otro mejor, entre otras cosas, porque no lo hay. La culpa de lo sucedido no es de las estrategias liberalizadoras iniciadas por la Administración Reagan a principios de los años ochenta del siglo pasado, sino precisamente de las regulaciones más recientes sobre el mercado financiero, modificando, por ejemplo, la legislación sobre las OPAS, que han permitido que determinados ejecutivos, movidos, ellos sí, por la codicia, actúen incorrectamente. Paul Krugman, por ejemplo, dice que hace veinticinco años los directivos no se preocupaban exclusivamente de que subiera la cotización de las acciones. Pensaban que debían servir a los distintos grupos interesados en la marcha de la empresa, incluidos sus empleados. Pero a principios de los noventa, cuando se empieza a hacer depender la retribución de los ejecutivos de la cotización de las acciones, se les induce —de forma indeseada pero muy real— a hacer subir este precio recurriendo a la fabricación de la apariencia del éxito, manipulando los resultados ⁴.

La creación de valor. Para amparar esta actuación, se inventó la teoría según la cual el fin de la empresa era la creación de valor para el accionista, es decir, la maximación de la cotización de la acción. Esta teoría es falsa. El fin de la empresa ha sido siempre, y sigue siendo, la prestación a la sociedad del servicio propio de la actividad a que se dedica la empresa, al tiempo que genera riqueza, en forma de rentas para todos los que participan en la empresa, con actuaciones que en todo momento respeten las normas éticas, ya que si no es así, a la larga la empresa colapsará.

Es cierto que la retribución de los accionistas de las empresas tiene carácter residual, ya que, sólo después de haber retribuido a los que proporcionan trabajo y a los que proporcionan capital en forma de deuda, aparece el beneficio para el capital de los accionistas que, precisamente por esto, puede llamarse capital de riesgo. Es cierto también que del beneficio atribuido a los accionistas, sólo una parte la reciben, cuando lo hay, en forma de dividendo; el resto pasa a reservas incrementando, en términos contables, el patrimonio de los accionistas. Y es finalmente cierto que el valor contable de las acciones que representan este patrimonio tiene escaso valor, por no decir nulo, para el accionista, ya que si quiere acceder a este patrimonio, en todo o en parte, no tiene otro camino que ceder sus acciones, a quien esté dispuesto a sustituirle en el capital de la compañía, vendiéndolas a pre-

⁴ Cfr. PAUL KRUGMAN, *International Herald Tribune*, 5 junio 2002.

cio de mercado. Por lo tanto, parece que es lícito afirmar que cuando la dirección de la empresa se dedica, mediante actuaciones correctas, a mantener lo más alta posible la cotización de las acciones, no hace otra cosa que preocuparse por el interés de los accionistas, lo cual no sólo es lícito sino obligado.

Sin embargo, no es menos cierto que el valor de mercado de una acción, no puede ser otro que el valor actual del flujo de beneficios esperados, a lo largo de un horizonte dilatado, descontado al coste de capital, que viene determinado por la rentabilidad que los accionistas esperan obtener de su inversión que, lógicamente, supone añadir una prima de riesgo a la rentabilidad sin riesgo, tipificada en la propia de los títulos de deuda del Estado. Pero en contra de este fundamental aserto, determinadas compañías, que no cosechaban más que pérdidas, sin expectativas a muy largo plazo de que se convirtieran en beneficios, han visto que sus acciones subían de manera espectacular. La explicación de este contrasentido de la, entre comillas, nueva economía, se halla en la connivencia de bancos de inversión y analistas financieros con los gestores empresariales corruptos.

La obsesión por el tamaño. En efecto, como señala Jeffrey Sonnenfeld, Decano de la Yale School of Management, los directivos ahora cuestionados tenían en común el ser «compradores en serie de otras empresas». Todos ellos consideraban que su papel primero y principal consistía en hacer más grande el holding empresarial, antes que en gestionar la empresa para producir mejores bienes y servicios. No construían un negocio sobre un núcleo de competencias, sino que eran como aves de presa en busca de buenas adquisiciones, estrategia que rara vez es rentable a largo plazo. A través de sucesivas adquisiciones, lo que en principio eran compañías destacadas en su campo se convirtieron en conglomerados que incluían una suma heterogénea de actividades. La debilidad de estos compradores en serie era que no entendían los negocios en que se metían, afirma Sonnenfeld. Su rápido crecimiento hizo también más difícil valorar sus resultados con los criterios tradicionales. «En vez de tener que demostrar su habilidad creando nuevos productos, proporcionando buenos servicios o motivando a los empleados, estos ejecutivos han sido generalmente juzgados por los inversores y analistas sólo por la hinchazón de sus imperios»⁵.

Los bancos de inversión y sus analistas. Y ahí está la parte de culpa de determinados bancos de inversión y sus analistas vinculados, que, interesados en la colocación de las acciones de estas compañías, hoy en descrédito, no dudaron en recomendar la compra. Asusta comprobar que, en octubre de 2001, dos meses

⁵ Cfr. JEFFREY SONNENFELD, *The New York Times*, 12 junio 2002.

antes de la declaración de quiebra, los 15 analistas que seguían a Enron recomendaban «comprar» y, de ellos, 12 «comprar fuertemente». Así no es raro que, generalizada esta manera de actuar, en los dos últimos años, los valores que más cayeron fueron los más recomendados por los analistas y en cambio los despreciados por éstos fueron aquellos cuyas cotizaciones mejor resistieron la baja de las Bolsas. Los analistas de Enron pueden ahora excusarse diciendo que la información facilitada por la compañía les engañó, pero hay más que sospechas de que no quisieron investigar a fondo, porque a la relación de negocio entre ambas partes le convenía que la acción de Enron subiera.

Auditorías y consultorías. Lo mismo cabe decir del comportamiento de la sociedad de auditoría Andersen que, por lo que ha aparecido, parece culpable de negligencia en cuanto a sus deberes como Auditora, a cambio de que su Consultora recibiera contratos de Enron. Lo cierto es que, tres meses después de la quiebra de Enron, en marzo de 2002, el Departamento de Justicia de Estados Unidos imputó a Andersen por obstrucción a la justicia al destruir documentación comprometedor para Enron. Esta acusación condujo, como es bien sabido, a la desaparición de Andersen. La mayoría de sus clientes la abandonaron, sus filiales fuera de Estados Unidos se separaron de la matriz, buscando asociaciones con otras auditoras, y de los 28.000 empleados que llegó a tener en Estados Unidos apenas le quedan 2.000. En junio de 2002 Andersen fue declarada culpable y hace apenas dos semanas ha sido condenada a una multa de 500.000 dólares y a cinco años de actividad vigilada, todo lo cual es, evidentemente, simbólico, puesto que la muerte de Andersen ya se había producido con la declaración de culpabilidad.

Los Consejos de Administración. Pero los fallos personales no acaban aquí. ¿Cómo se han comportado los Consejos de Administración en su primordial labor de vigilar la actuación de los gestores? Félix Robotyn, antiguo director de Lazard New York y *ex* embajador de Estados Unidos en Francia, recientemente declaró que la ética es una parte integrante del capitalismo moderno y que es una buena filosofía conducir una empresa sobre bases éticas. Estoy convencido, afirmó, que las sociedades transparentes, conducidas por dirigentes con comportamientos éticos, bajo la vigilancia de consejos de administración serios y con auditorías claras, estarán mejor cotizadas en el mercado. Y, acto seguido, añadió que, en su opinión, los consejos de administración de muchas empresas americanas no habían cumplido con su deber⁶. Podía haber dicho que no se habían comportado éticamente, y que, la ética no se vulnera sólo por acción sino también por omisión. Y parece evidente que el pecado de omisión es aquel en el que más fácilmente pueden caer los

⁶ FELIX ROBATYN, *Le Monde*, 27 julio 2002.

administradores empresariales. Aunque podríamos analizar esta afirmación en los tres ejemplos que nos sirven de cañamazo para la exposición de las ideas, volvamos al caso de Enron.

Si en el año 2000, alguien que hubiera penetrado en la sala del consejo de administración de Enron, podría haber quedado completamente seguro de que la compañía estaba en manos de líderes indiscutibles desde el punto de vista legal, ético, político y económico. Al lado de Kenneth Lay, presidente, y Jeffrey Skilling, consejero delegado (ver Anexo núm. 7) se hallaban 15 consejeros externos con impecables *curricula*. El cúmulo de experiencia en la sala era impresionante. Eran personas que habían sido CEOs de varias compañías, ejecutivos de banca, directores de inversiones y algunos estaban familiarizados en el negocio del gas y del petróleo. Había varios graduados en leyes, y uno de ellos había sido decano de una facultad de derecho. Dos eran médicos. Un presidente en activo de una Universidad se sentaba al lado de un presidente emérito de otra. Varios máster de Harvard podían alternar con un actual profesor de gobierno de empresas de su misma Escuela. Un consejero escribía multitud de artículos en el *Journal of Law and Economics*. El Consejo disponía de experiencia política gracias a un antiguo miembro del Parlamento, otro que era experto en legislación reguladora y otros que habían desempeñado puestos políticos de diversas categorías. Eran gente internacional, procedentes o con experiencia de Asia, Europa, América del Sur, África y Oriente Medio. Un consejero era el principal de su Iglesia Presbiteriana y casi todos ellos habían sido o eran consejeros de, por lo menos, una organización sin fin de lucro y, en conjunto, los 15 consejeros externos habían sido consejeros de, por lo menos, 130 organizaciones con o sin fin de lucro.

Las empresas buscan el prestigio y el consejo de Enron ciertamente lo poseía en el año 2000. Sus miembros tenían experiencia; sabían lo que hay que hacer. Pero además estaban incentivados, ya que muchos de ellos poseían acciones de Enron y disfrutaban de una compensación de 300.000 dólares anuales por su cargo. ¿Quién podía dudar, en 2000, de la viabilidad de Enron? El negocio de la compañía era ciertamente complicado, pero con Lay y Skilling pilotando la nave y con el valioso Consejo controlando la ruta, nadie hubiera dudado de que Enron podía continuar como una empresa mundialmente puntera por muchos años.

Los delitos de omisión. ¿Qué pasó, pues? Enron no sucumbió por ser un negocio inviable. No quebró por la incapacidad de producir beneficios. En el fondo, Enron fracasó por sus engaños. Sin duda que algunas de sus decisiones fueron desacertadas, pero muchas empresas cometen errores y, sin embargo, la mayoría de ellas sobreviven. Enron falló porque su Consejo de Administración

falló. Una de dos: o conocían lo que estaba sucediendo en las filiales secretas y el amaño de los resultados, en cuyo caso son culpables por un delito de comisión; o eran ignorantes de lo que pasaba o simplemente no se percataron de su papel como miembros del Consejo de Enron, en cuyo caso son culpables de un delito de omisión.

Tal vez puede pensarse que ninguna de estas calificaciones les alcanza y que toda la culpa hay que cargarla sobre las espaldas de los ejecutivos. Pero antes de aceptar esta postura, es bueno considerar que, en octubre de 2001, a raíz del descubrimiento del verdadero nivel de la deuda y la falsificación de resultados, Williams Powers, Jr., Decano de la Escuela de Derecho de la Universidad de Texas, fue nombrado Consejero de Enron, para ser designado Presidente de un Comité Especial, integrado por tres Consejeros independientes, encargado de realizar una investigación. El informe fue publicado en febrero de 2002 y en él se dice que: «el Consejo no puede ser inculcado, por las diversas ocasiones en las que le fue negada información de importancia». Con estas palabras los informantes pretenden defender al Consejo de un pretendido delito por comisión, ya que, en su opinión, sus miembros no eran poseedores de todos los datos requeridos para conocer la verdadera situación de su propia compañía. Pero esto no les exime, sino todo lo contrario, del delito por omisión. El propio informe de los comisionados lo dice: «pero el Consejo puede y debe ser inculcado por no haber pedido más información y por no haber contrastado y entendido la información recibida».

Las responsabilidades de los Consejeros. Samuel Gregg, autor del libro *Corporations and Corporate Governance: A Return to First Principles*, dice que los administradores deben ser capaces de identificar los asuntos claves que afectan a la entidad; deben ser capaces de plantear las preguntas necesarias para salvaguardar el interés de los propietarios y, obtenidas las respuestas, evaluarlas y actuar en consecuencia; deben asegurar que la Compañía permanece leal a los objetivos corporativos; deben emitir prudentes juicios sobre la actuación de los ejecutivos; y deben demostrar valentía moral para llevar a cabo estas responsabilidades⁷.

Asumiendo que el Consejo de Enron era ignorante de la verdadera situación de la compañía, a consecuencia de la falseada información proporcionada por Lay y Skilling, es necesario preguntarse si no podían haber descubierto la verdad con mayor esfuerzo. Es interesante tener en cuenta que el comité interno designado para investigar la situación fue capaz de presentar un informe de 203 páginas a

⁷ Cfr. SAMUEL GREGG, *Corporation and Corporate Governance: A Return to First Principles*, The Centre for Independent Studies, Sidney, 2001.

los tres meses de haber recibido el encargo⁸. Como lo es recordar la profundidad y variedad de conocimientos y experiencia acumulada por el Consejo, formado por brillantes, competentes y maduros líderes empresariales. Conocían la ley y las reglas contables. Sabían cómo leer un informe financiero y sabían cómo preguntar para conocer la verdad. Y se quejan de no haber sido advertidos a tiempo de la aproximación del colapso. Esto es lo que incitó al miembro de la Cámara de Representantes Chris John a apostrofar a los miembros del Consejo de Enron que comparecieron ante su Comité: «El Consejo es culpable. Ustedes sólo saben decir “no nos dijeron nada”. ¡Cobran 300.000 dólares al año y no saben nada! Es verdaderamente chocante».

Ser miembro de un Consejo de Administración es un asunto serio. No se trata de ojear un resumen y recibir elevadas remuneraciones por no hacer nada, gracias a disfrutar de un buena reputación. No se trata de rellenar el Consejo con personas dispuestas a ser plegables instrumentos en manos de los ejecutivos. ¿Podía el Consejo funcionando adecuadamente prevenir el colapso? La respuesta es sí, si sus miembros hubieran estado dispuestos a asumir seriamente sus responsabilidades. Los que no están dispuestos a cargar con las responsabilidades éticas ante los accionistas y el público en general, no deben aceptar el nombramiento de Consejero. El riesgo de graves daños para la nación, la economía y las personas individuales es demasiado grande para mantener en los Consejos a personas que no sean verdaderos líderes, tanto desde el punto de vista profesional, como desde el punto de vista ético.

Los abusos en provecho propio. Pero, a mi juicio, hay más. Los administradores, al igual que los ejecutivos, deben ser personas honradas, que no pretendan abusar de sus puestos para realizar negocios en provecho propio. No parece ser esta la postura de Lay Kenneth. En agosto de 2001, después de la sorprendente dimisión de Skilling, la señora Sherron Watkins, Subdirectora (Vice President) del departamento financiero presidido por Fastow, escribió una carta anónima al Presidente Kenneth Lay, que acababa de reasumir las funciones de Consejero Delegado, en la que expresaba su preocupación por las prácticas contables en ciertas sociedades controladas por Fastow. La carta contenía una clara descripción de todas las irregularidades, en particular las relativas a los Raptors, y sugería un plan para resolver la situación, al objeto de proteger a Enron de los daños que le amenazaban. Después de identificarse, la señora Watkins mantuvo una entrevista de una hora con Lay, después de la cual, éste encargó a Vinson & Elkins, el asesor legal

⁸ W. POWERS, R. TROUBH y H. WINOKUR, *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.*, Enron Corporation, Houston, Texas, 2002.

de Enron, la realización de una investigación, lo cual no era apropiado dado el conflicto de intereses derivado de las implicaciones que Vinson & Elkins tenía en la creación de la red de Raptors. Como era de esperar, el informe de Vinson & Elkins fue que, «si bien las transacciones llevadas a cabo por Raptors son creativas y agresivas, no hay ninguna razón para creer que son inapropiadas desde el punto de vista técnico».

Pero Lay tomaba sus medidas. A lo largo de 2001 hizo que Enron le recomprara acciones por 100 millones de dólares y, mientras él las vendía, recomendaba a los empleados e inversores que compraran acciones de Enron. Después de recibir la carta de la señora Watkins, vendió acciones por 4 millones de dólares. Y el mismo día decía a los empleados que su principal prioridad era restablecer la confianza de los inversores, añadiendo que ello se traduciría en una significativa elevación del precio de la acción. Pocos días después insistía en que adquirir acciones de Enron era una buena compra y que él las había estado comprando durante los últimos dos meses. Lo cual, de hecho, era cierto ya que había estado ejecutando opciones de compra de acciones.

PROPONIENDO SOLUCIONES

Ante todos estos fallos de personas e instituciones, la pregunta es ¿qué cabe hacer? Anticipándome a las conclusiones, me atreveré a decir, en síntesis, que sólo desde los valores éticos, tantas veces hoy menospreciados, y del cuadro legal punitivo para quien los vulnere, cabe asentar la confianza en el sistema de relaciones que caracteriza la economía de mercado. Es cierto que si todas las personas que tienen responsabilidad en las empresas fueran poseedoras de los valores morales que aseguran que, sin necesidad de ser vigilados, siempre y en toda circunstancia se comportan correctamente, estos lamentables sucesos no ocurrirían. Es cierto también que si, faltos de estos valores morales, los ejecutivos en vez de asumir correctamente sus responsabilidades, abusan de su poder, mienten y roban, el mercado acabará denunciándolos y sancionándolos. Sin embargo, ante la evidencia de que siempre han existido y siempre existirán, en mayor o menor número según las épocas, ejecutivos que no se comportan éticamente, y ante el quebranto que para terceros inocentes supone esperar a la sanción del mercado, parece lógico intentar prevenir estos sucesos tomando medidas que resulten adecuadas. La primera duda es quién debe tomar estas medidas y consiguientemente la naturaleza de las mismas.

Lo legal y lo ético. Cuando el Presidente Bush, a raíz de los escándalos financieros, pronunció un discurso proponiendo endurecer las penas contra los

fraudes y la contabilidad amañada, sus palabras fueron bien recibidas porque la gente pide mano dura. Sin embargo, algunos expertos no creen que esto baste para mejorar la honestidad empresarial. David Skeel y William Stuntz, profesores de Derecho de las Universidades de Pennsylvania y Harvard, respectivamente, explican por qué no creen en este enfoque: «La razón es simple y, a la vez, fácilmente olvidada: las leyes penales hacen que la gente se preocupe de lo que es legal en vez de lo que es ético».

Estos profesores recuerdan que, hace cien años, en Estados Unidos, la ley penal federal sobre el fraude consistía en unas pocas disposiciones. En cambio, hoy «el código penal federal incluye más de 300 disposiciones sobre el fraude y la falsedad contable; la mayoría van más allá de lo que la ley solía cubrir. Con todo este arsenal legal, deberíamos haber alcanzado un alto nivel ético empresarial. Pero no hace falta decir que los hechos muestran otra cosa. Quizá porque hemos convertido lo que eran cuestiones morales en cuestiones de técnica jurídica. En el mundo actual es más probable que los ejecutivos se preocupen por lo que pueden hacer legalmente que por lo que es justo y honrado». «El resultado —acaban diciendo— es que los que actúan éticamente mal escapan al castigo porque buscan modos originales de eludir la ley. Y ejecutivos honrados, en vez de centrarse en desempeñar su trabajo honestamente, terminan imitando los mismos juegos legales de los ejecutivos deshonestos. Esta es la consecuencia lógica de confiar demasiado en la ley penal y poco en la regulación civil y, especialmente, en las normas éticas»⁹.

Los códigos éticos. ¿Quiere esto decir que hay que pasar la responsabilidad a la sociedad civil, obligando a las empresas a elaborar códigos de gobierno corporativo? Esta parece ser la línea adoptada por el Ejecutivo español al crear la Comisión Aldama. Sin embargo, al hablar de códigos de gobierno corporativo uno no puede dejar de pensar en los códigos éticos que, hace algunos años, empezaron a ponerse de moda, por lo menos en la literatura empresarial, y sobre cuyos resultados me mantengo escéptico. En efecto, en 1995, en mi disertación anual ante esta Real Academia¹⁰, después de definir lo que debería ser un código ético, yo me preguntaba ¿cuál es el resultado que cabe esperar de estos códigos? ¿Su implantación equivale a la implantación de la ética en la empresa? Su aparición, en algunas empresas, ¿refleja una preocupación ética generalizada, aunque no sea proclamada, en el conjunto de las empresas? ¿Significa, por lo menos, que se ha aceptado la idea de que, sin una actuación ética habitual, la empresa, a la larga, no puede fun-

⁹ Cfr. DAVID SKEEL y WILLIAM STUNTZ, *The New York Times*, 10 julio 2002.

¹⁰ RAFAEL TERMES, «Ética y Mundo de los Negocios», *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, número 75, Madrid, 1996, pág. 285.

cionar eficientemente? Y reflexionaba sobre la posibilidad, en ausencia de otras motivaciones, de que una empresa haya elaborado su código ético, no como propósito y compromiso de una línea de conducta, sino con el fin, menos noble, de obtener beneficios económicos de lo que, en definitiva, no sería sino una operación de cosmética. O, simplemente, con el propósito de ponerlo en práctica mientras sea rentable, y saltárselo —o incluso aprovecharse de él y del prestigio acumulado— cuando el beneficio, a corto plazo y por caminos torcidos, así lo aconseje. O para contrarrestar un escándalo en el que la empresa se ha visto involucrada, intentando dar a entender que el traspie ha sido en contra de los deseos de la alta dirección y que, a partir de ahora, gracias al código explicitado, no volverá a suceder. O, incluso, para cubrirse ante eventuales denuncias de comportamientos inmorales que, con el código en la mano, se podrá decir que no son imputables a la empresa sino al individuo que lo ha incumplido. O, lo que es peor, para intentar engañar a los proveedores, a los clientes, y hasta a los propios empleados, con un marchamo de ética, destinado a sorprender la buena fe de los que crean en él.

Y, amparándome en lo que ya entonces veía, afirmaba que, sin negar que tales códigos éticos puedan ser útiles, por muy acertados y detallados que sean, no lograrán el correcto funcionamiento de la empresa, si en sus gentes está ausente el ejercicio prudencial de todas las virtudes morales. Si los directivos y demás personas de la empresa están decididos a comportarse de forma conducente a valer más como persona, con independencia de que con esta actuación lleguen a tener más o menos cosas, sabrán perfectamente cómo han de actuar en todas las ocasiones y circunstancias, aunque no exista en su empresa ningún código de comportamiento que lo diga. En cambio, en ausencia de esta conciencia moral, fruto de la cultura del ser, frente a la cultura del disfrutar, por muchas normas de comportamiento que existan y por muchas sanciones que se establezcan para los incumplimientos, las normas saltarán hechas añicos cada vez que se presente la oportunidad de obtener, por medios torcidos, la satisfacción de los apetitos. Transcurrida casi una década, los hechos que hemos presenciado y algunas investigaciones a las que puede accederse, me inducen a pensar que mi pronóstico no era desacertado, y me veo obligado a reafirmar que la verdadera solución para el correcto comportamiento de una empresa pasa necesariamente por la integridad personal de sus dirigentes de todos los niveles.

Los códigos de gobierno corporativo. Esta desconfianza en relación con los códigos éticos me siento inclinado a trasladarla a los códigos de gobierno empresarial, que, aparte de provocar más la astucia de los directivos para evitar ser cogidos en el incumplimiento de las normas, que el esfuerzo para cumplirlo, suponen

una tentación para que los gobiernos, de por sí intervencionistas, pretendan entrometerse en lo que es privativo de los órganos de administración y dirección de las empresas, en los términos previstos en sus estatutos. Prueba de ello la tenemos en España, donde, en estos días, con la buena intención —que no dudo— de evitar los sucesos de que estamos hablando, pero en forma totalmente errónea desde el punto de vista de la doctrina económica, el Gobierno está hablando de introducir un nuevo código de sociedades mercantiles que, en contra de la vigente Ley, atentaría contra la libertad empresarial con desmanes tales como regular la edad y características de consejeros y gestores; establecer el número de miembros del Consejo de administración, así como el calendario de sus reuniones; prohibir que el presidente de la sociedad presida la Junta General de Accionistas, sea Consejero-Delegado o Presidente de la Comisión Ejecutiva; establecer el porcentaje de Consejeros independientes —¿independientes de quién?— que habrá de integrar el Consejo; y, lo que sería el colmo del intervencionismo, autorizar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para que pueda convocar Junta General Extraordinaria de Accionistas, así como asistir, por medio de persona habilitada, a cualquier junta general de sociedad cotizada.

Esperemos que la sensatez se imponga y que el Informe de la Comisión Aldama aconseje al Gobierno, y éste le haga caso, que lo procedente es elaborar un código con recomendaciones de voluntario cumplimiento en todo lo que se refiere al gobierno corporativo, dejando para la ley civil, mercantil y penal la obligatoriedad en todo lo relativo a la verdad de las cuentas y a la transparencia informativa, a fin de proteger los intereses de todos aquellos —accionistas, trabajadores, acreedores y sociedad en general— que puedan resultar afectados por las incorrectas decisiones y actuaciones de los órganos de gobierno.

Las recomendaciones de voluntario cumplimiento. Las recomendaciones del código deben estar apoyadas en la realidad y no en planteamientos utópicos como es, por ejemplo, ignorando la diferencia entre nuestra cultura y la anglosajona, pretender importar instituciones de aquel mundo que no tienen cabida en el nuestro y, entre ellas, la figura del tan manoseado «consejero independiente» que, en España, salvo raras excepciones, ni existe ni, probablemente, existirá. Dejando aparte la ingenuidad que supone confiar excesivamente en estos pretendidos consejeros independientes. Independientes, teóricamente, eran, como hemos visto, los quince consejeros de Enron que no fueron capaces de prevenir y evitar la catástrofe.

El marco legal obligatorio. En cuanto al marco legal, pienso que hay que distinguir entre fracaso empresarial y fraude empresarial. Ante el primero, nada pro-

cede hacer, salvo instrumentar una adecuada ley concursal, ya que el fracaso empresarial es un fenómeno inherente al riesgo de emprender, riesgo que justifica que los accionistas esperen obtener una rentabilidad superior a la que se exige de la inversión sin riesgo. La caída y desaparición de empresas, por causas no dolo-sas, y la sustitución por otras de nueva aparición, es la destrucción creativa que acompaña el progreso económico.

Otra cosa es la caída fraudulenta, que sí hay que intentar evitar y, caso que se produzca, sancionar. Para estos fines, por un lado, la regulación de las empre-sas ha de limitarse a normas que, para ser eficaces, han de ser pocas, sencillas, prácticas y de fácil comprobación. Basta que se exija que la contabilidad de las empresas se ajuste a la realidad económica y que la información que deben publi-car sea amplia, veraz y contrastable. Para ello será necesario redefinir las normas de contabilidad para que, de manera uniforme internacionalmente, reflejen la rea-lidad de las empresas. Será necesario que el balance y la cuenta de resultados, con el suficiente desglose y análisis de todas las partidas, sean verificados por el comi-té de auditoría interna de la empresa, que debe estar compuesto por personas aje-nas a las tareas auditadas, y por el Auditor externo independiente, que en ningún caso podrá asumir la función de consultoría.

Por otro lado, bastará con eliminar todas aquellas trabas legales que impi-den la formación de un verdadero mercado por el control corporativo, que per-mite desplazar del poder a los gestores indeseables; y disponer de un sistema san-cionador riguroso, tanto en el orden mercantil como en el penal, que, por ejemplo, castigue la información falsa y las medias verdades; establezca el no levantamiento de la sanción hasta que se restituya o repare el daño causado; y prohíba el ejercicio del comercio a los causantes de quiebras fraudulentas, nego-cios ilícitos, abusos de posición dominante, enriquecimientos injustos, daños con-tra la naturaleza, etc.

Las excesivas remuneraciones. A raíz de los escándalos, han salido a relu-cir las remuneraciones de los directivos, tanto de las empresas en crisis como de las que se mantienen en la normalidad, y algunos las critican por considerarlas excesivas o desproporcionadas. Es cierto que hace dos décadas las remuneraciones de los altos ejecutivos, tanto en términos absolutos como relativos, eran muy infe-riores a las de hoy. Lo cual explica que algunos pretendan incluir, en las disposi-ciones de obligado cumplimiento, la limitación de los sueldos de los altos emplea-dos. Sin embargo, sin negar que se trata de un tema para la reflexión, pienso que en economía de mercado, en la que la competencia invade el campo de la contra-tación de ejecutivos y se presenta la imperiosa necesidad de atraer y fidelizar a

directivos eficientes, estaría fuera de lugar todo intento de limitar administrativamente la cuantía de estas remuneraciones. Lo cual no quiere decir que no sea deseable exigir que estas remuneraciones sean propuestas por un comité del Consejo, integrado por consejeros ajenos a la gestión y una vez aprobadas por el pleno, incluidas, nominativamente, al igual que los honorarios, por todos conceptos, de cada uno de los consejeros, en la información anual publicada por la empresa y, en última instancia, sometidas a la ratificación de la Junta General de Accionistas. De esta forma, sería el mercado, convenientemente informado, el que saldría al paso de las remuneraciones excesivas, sancionando los abusos.

Las «stock options». Hablando de las remuneraciones de los ejecutivos, me parece oportuno reflexionar sobre un método de remuneración que adquirió fuerza en el reciente pasado y que, después de la crisis producida por las irregularidades, ha de volver. Me refiero al otorgamiento de opciones sobre las acciones de la propia empresa. Lo que, en terminología anglosajona, se denomina *stock options*. Nada hay que objetar a los modelos de gestión que vinculan la remuneración a los resultados obtenidos. Si tradicionalmente se ha admitido que una parte del sueldo de los vendedores adopte la forma de comisión sobre las ventas logradas, parece razonable que la misma idea se extienda a otros campos. Una de las modalidades es la concesión de opciones sobre acciones. Esta figura otorga a los destinatarios, como parte variable de su sueldo, un beneficio aleatorio que depende de la cotización que alcancen las acciones en el momento de ejercitar la opción a comprarlas al precio de ejercicio que, por lo general, es parecido al que tenían en el momento de otorgarse la opción. Debe quedar claro que la remuneración variable que, por este método, se obtiene, no carga sobre los resultados de la empresa. La opción a comprar acciones de una determinada compañía la puede adquirir cualquiera en el mercado, pagando la prima correspondiente. En el caso de que las opciones se empleen para remunerar a empleados, la opción, cuyo coste es relativamente módico, la compra la empresa y la regala al empleado. Pero la remuneración adicional y variable que puede obtener el ejecutivo, no la paga la compañía sino que se la proporciona el mercado con la subida de la cotización de la acción, subida que beneficia a todos los accionistas de la empresa.

Un ejemplo teórico. Un ejemplo puede servir para aclarar lo que pretendo decir. Supongamos que la compañía Altadis¹¹, que emplea a unas 20.000 personas

¹¹ Se trata de un mero supuesto teórico, establecido con fines meramente didácticos, utilizando una de las empresas cuyas acciones son objeto de opciones, a los precios y plazos que publican diariamente los periódicos de información económica. Al igual que se ha utilizado Altadis, podía haberse empleado cualquier otra.

y tiene unos 305 millones de acciones en circulación, quiere conceder a 500 altos ejecutivos opciones a adquirir 25 millones de acciones de la empresa, en mayor o menor cuantía, según sea la responsabilidad que en la gestión tiene cada uno de los destinatarios, lo que equivale, en media, a 50.000 acciones por directivo. El día 26 de octubre de 2002 las acciones Altadis cotizaban a 21,80 euros por acción. El precio de ejercicio de la opción, es decir, el precio al que el poseedor de la opción podrá adquirirlas al vencimiento de la opción, supongamos que se fije en 23,50 euros y que el plazo hasta este vencimiento sea de 3 años, lo que significa que la fecha de ejercicio será el 26 de octubre de 2005. Habida cuenta¹² del precio de la acción en el momento de otorgarse la opción, del precio de ejercicio, del plazo de la opción, de la volatilidad de la cotización de la acción, y del tipo de interés sin riesgo a tres años, el precio de la opción, o prima para adquirirla, es de 4,74 euros, lo que representa casi el 22 por 100 del precio de la acción en el momento de otorgarse la opción, lo cual parece razonable habida cuenta del plazo de tres años para ejercitar la opción. Por lo tanto, el coste para Altadis para adquirir las opciones a comprar 25 millones de acciones, para cederlas a sus 500 ejecutivos, será de 118 millones de euros.

Si al llegar el 26 de octubre de 2005, la cotización de Altadis es inferior al precio de ejercicio, es decir, a 23,50 euros, es evidente que los beneficiarios de la opción no la ejercitarán. En cambio si la cotización es superior a este precio no hay duda que los poseedores de la opción la ejercitarán, y si no quieren conservar las acciones con la plusvalía tácita que entrañan, las venderán para percibir la diferencia entre el precio de ejercicio y la cotización. Suponiendo que esta cotización sea igual a 35,81 euros, el beneficio realizado por los poseedores de la opción, en concepto de remuneración adicional, será de 308 millones de euros. Esta cantidad hay que ponerla en relación con la plusvalía obtenida por los accionistas, al subir la acción desde 21,80 euros a 35,81 euros, como consecuencia, es de suponer, de la gestión llevada a cabo por los ejecutivos beneficiarios de las opciones. Esta plusvalía, en términos globales, es igual a 4.273 millones de euros. Y equivale, suponiendo que no ha variado el número de acciones en circulación, a una rentabilidad, en los tres años, del 18 por 100 anual compuesto, a la que hay que añadir los dividendos percibidos a lo largo de los tres años. Es evidente, pues, que con un coste relativamente modesto para la empresa —236 mil euros por cada ejecutivo— los accionistas han resultado beneficiados por el hecho de estimular a la gestión, en el supuesto de que sea ésta la causante de la subida de la cotización de la acción.

¹² Fórmula de Black y Scholes ($S = 21,80$, $t = 3$, $K = 23,50$, $s = 0,3$, $r = 3,6$ por 100). Cfr. PABLO FERNÁNDEZ, *Opciones, Futuros e Instrumentos Derivados*, Deusto, 1996.

Opciones y gastos de personal. Al socaire de la regulación fiscal de las opciones sobre acciones, se oye decir que las *stock options* deben figurar como gasto de personal de las empresas que las otorguen. Dicho de esta manera no significa nada. Si la empresa adquiere las opciones en el mercado, es evidente que el único coste para ella es el precio pagado por las opciones, 118 millones en el supuesto caso de Altadis, y ésta es la cantidad que hay que contabilizar como gasto de personal. El complemento de retribución percibido por los tenedores de las opciones, 308 millones en el caso Altadis, les ha sido proporcionado por el mercado, sin ningún impacto sobre las cuentas de la empresa, a la cual no se le puede obligar a que lo contabilice como gasto.

Ahora bien, cosa distinta es que la empresa, sin comprar las opciones en el mercado, quiera ofrecerlas a los empleados en las mismas condiciones de plazo y precio de ejercicio antes dichas. En este caso, puede hacer dos cosas, si bien, a mi juicio, existiendo instituciones financieras dispuestas a vender las opciones, no debería permitirse que hiciera ninguna de ellas; aunque me consta que, en algunos casos, se ha hecho.

Una de las posibilidades es comprar las acciones y mantenerlas en autocartera a disposición de los tenedores de las opciones hasta el día de ejercicio de la opción. Si la cotización sube por encima del precio de ejercicio y los tenedores de las opciones, lógicamente, las ejercitan, la compañía al cederles las acciones a ese precio, realiza la plusvalía desde el precio de compra al precio de ejercicio, que abonará a productos de operaciones financieras, pero deja de realizar la plusvalía que podía haber realizado desde el precio de ejercicio hasta la cotización del día del vencimiento de la opción. Este hecho no produce ni ingreso ni desembolso, pero, siendo la causa de ello las opciones otorgadas, procederá cargar este importe a gastos de personal, con abono a productos de operaciones financieras. Inversamente, si la cotización del día del vencimiento de la acción es inferior al precio de ejercicio, las opciones no se ejecutarán, y si la cotización es inferior al precio al que la compañía adquirió las acciones, la minusvalía producida habrá que imputarla a gastos de personal.

La otra posibilidad que tiene la empresa que otorga opciones sin adquirirlas en el mercado, aunque no debería emplearla, es simplemente esperar el desarrollo de las opciones, sin ni siquiera comprar acciones. Si las opciones no se ejercitan, la compañía no incurre en ningún coste de personal por este concepto. Pero si se ejercitan, la compañía deberá pagar a los ejercitantes la diferencia entre el precio de ejercicio y la cotización del día del vencimiento de la opción, siendo esta cantidad a cargo de los gastos de personal.

En los dos últimos supuestos, la correcta presentación de los resultados anuales exige la dotación de provisiones, calculadas en forma adecuada, para la cobertura de los riesgos implícitos, provisiones que quedarán disponibles si los riesgos no se materializan.

Otros sistemas de remuneración variable. Ahora bien, expuesto el mecanismo de funcionamiento de un plan de opciones sobre acciones, no puedo silenciar que la remuneración por opciones sobre acciones no es, en mi opinión, la mejor manera de remunerar a los ejecutivos por los resultados de su gestión. Pienso que sería mejor basar el «plus» por buena gestión en los resultados contables de la compañía a medio y largo plazo, ya que este dato está más a resguardo de las especulaciones que afectan a las Bolsas. El «plus», o complemento variable de la remuneración, normalmente se pagará en efectivo, aunque también puede hacerse en especie, aprovechando que hay cosas que la empresa puede adquirir por coste inferior al valor que tienen para el que las recibe. Y también puede satisfacerse entregando a los ejecutivos, o incluso a todos los empleados, acciones liberadas, con ciertas limitaciones para su venta, con lo cual se les vincula más a la compañía. Sin embargo, esta última alternativa supone una dilución del valor de la acción que afecta a todas las acciones y, por lo tanto, para poder utilizarla, en forma correcta, requiere que la Junta General Extraordinaria de la Compañía apruebe la renuncia al derecho preferente de suscripción que, por ley, tienen los accionistas. Renuncia que tendría su fundamento en el hecho de esperar que redunde en una mejor gestión, en beneficio de todos los accionistas.

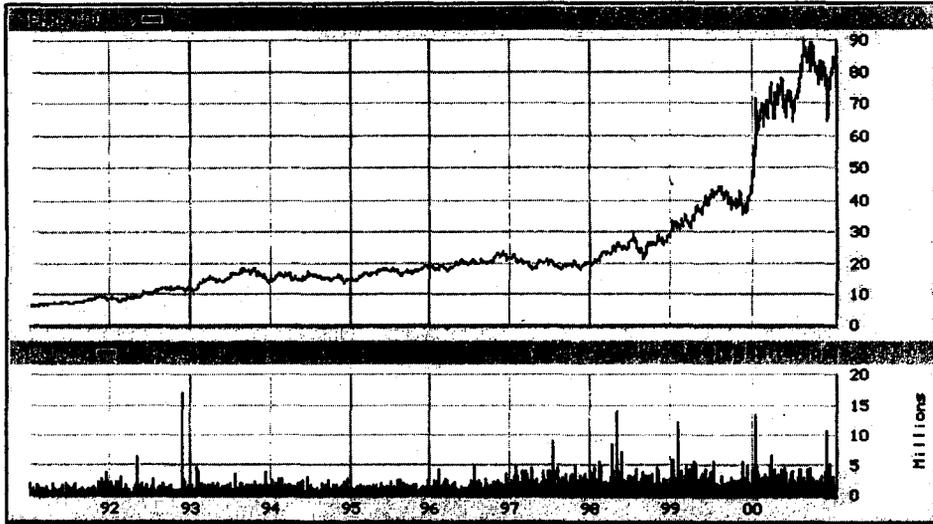
Reservas éticas a las «stock options». He manifestado mis reservas al otorgamiento de *stock options* porque este medio de remuneración tiene mayores riesgos de provocar actuaciones éticamente incorrectas, singularmente la de propiciar la elevación de la cotización por caminos torcidos. De aquí que, a mi juicio, a un modelo de remuneración variable mediante opciones sobre acciones, para ser éticamente correcto, además de todos los requisitos de adecuada aprobación y transparencia informativa, ha de exigírsele que reúna dos principales características. En primer lugar, ha de quedar claro que existe relación de causa a efecto entre la gestión y el aumento de la cotización y que este aumento no responde a maquinaciones que no tienen nada que ver con la verdadera gestión. Reconozco que esto no es fácil, aunque cabe intentarlo, estableciendo, por ejemplo, un adecuadamente largo plazo de ejercicio de la opción —por ejemplo, tres años, como en el supuesto caso de Altadis— y corrigiendo la plusvalía para la gestión por la evolución relativa de la acción respecto del índice apropiado. Es decir, la gestión merece recibir el «plus», sólo si bate, supera, los resultados del mercado. En segundo lugar, la remuneración variable debida al plan de opciones debe representar, mediante límites,

un incremento razonable sobre la remuneración fija, razón de más para que el plan sea elaborado por un comité de retribución compuesto por consejeros honrados y fiables, para su publicación en la *Memoria* y final aprobación por la Junta General.

CONCLUSIÓN

En cualquier caso, sin negar que las empresas deben atraer y fidelizar directivos capaces, mediante los apropiados incentivos, el fondo de la cuestión, que alcanza a todo el contenido de esta disertación, es antropológico; es decir, afecta a la verdad del hombre. Se trata de saber qué clase de empresa y qué clase de directivos queremos. Si el sistema de remuneración y, en general, el modelo de gobierno corporativo está basado exclusivamente en la motivación extrínseca —dinero— que no puede ignorarse, pero olvidando la motivación intrínseca —satisfacción por la obra realizada— y la trascendente —servicio a los demás— habremos vulnerado la verdad sobre el fin de la empresa, como comunidad humana, y habremos, tal vez, contribuido a destruir la calidad ética de las personas que en ella trabajan.

ANEXO 1
Evolución de la cotización de Enron, 1991-2000
 (Dólares USA)



ANEXO 2
Balance inicial de Raptor 1
 (Millones de dólares USA)

ACTIVO	
Caja	30
Deudores	50
Acciones de Enron	350
Total	430

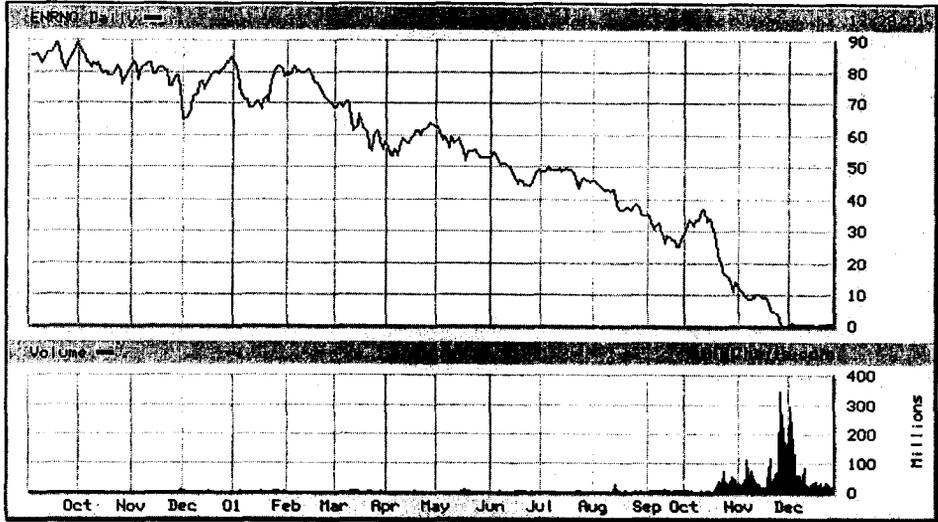
PASIVO	
Pagarés	400
Capital	30 (*)
Total	430

(*) El capital fue aportado por L5M2, sociedad controlada por Andrew Fastow, Director General Financiero de Enron. Este balance es una simplificación de la situación real de Raptor 1, al simple objeto de clarificar la esencia de la transacción entre Enron y Raptor 1.

Fuente: Informe Powers.

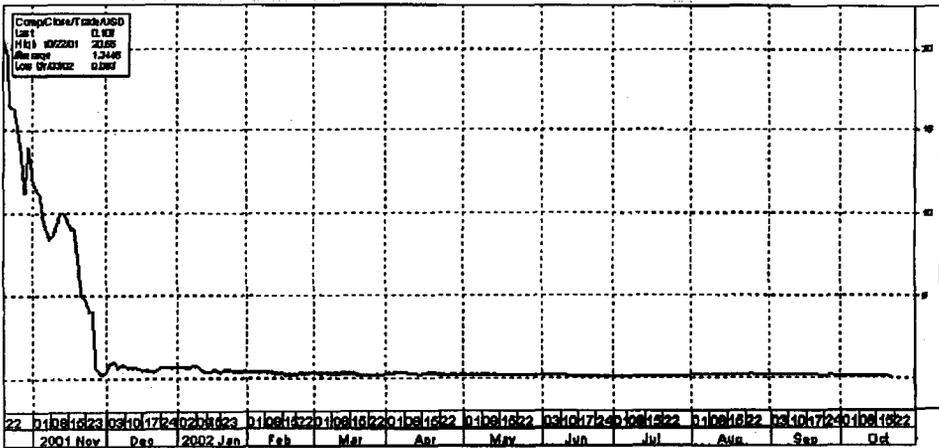
ANEXO 3

*Evolución de la cotización de Enron, septiembre 2000-diciembre 2001
(Dólares USA)*

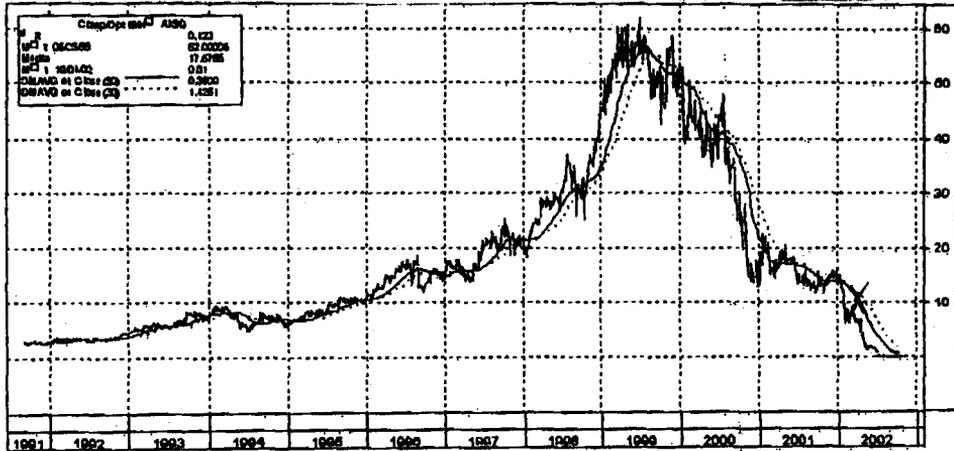


ANEXO 4

*Evolución de la cotización de Enron, octubre 2001-octubre 2002
(Dólares USA)*



ANEXO 5
 Evolución de la cotización de Worldcom, 1991-2002
 (Dólares USA)



ANEXO 6
 Evolución de la cotización de Vivendi Universal, 1993-2002
 (Euros)



Robert A. Belfer (1, 3)

New York, New York
Chairman, Belco Oil & Gas Corp.

Norman P. Blake, Jr. (3, 4)

Colorado Springs, Colorado
Chairman, President and CEO
Comdisco, Inc., and Former CEO
and Secretary General, United States Olympic
Committee

Ronnie C. Chan (2, 3)

Hong Kong
Chairman, Hang Lung Group

Wendy L. Gramm (2, 5)

Washington; D.G.
Director of the Regulatory Studies
Program of the Mercatus Center at George
Mason University
Former Chairman, U.S. Commodity Futures Tra-
ding Commission

Ken L. Harrison

Portland, Oregon
Former Chairman and CEO, Portland
General Electric Company

Robert K. Jaedicke (2, 4)

Stanford, California
Professor of Accounting (Emeritus) and
Former Dean, Graduate School of Business,
Stanford University

Kenneth L. Lay (1)

Houston, Texas
Chairman, Enron Corp.

Charles A. Lemaistre (1, 4)

San Antonio, Texas
President Emeritus, University of Texas
M.D. Anderson Cancer Center

John Meldelsohn (2, 5)

San Antonio, Texas
President Emeritus, University of Texas
M.D. Anderson Cancer Center

Jerome J. Meyer (3, 5)

Wilsonville, Oregon
Chairman, Tektronix, Inc.

Paulo V. Ferraz Pereira (2, 3)

Rio de Janeiro, Brazil
Executive Vice President of Group Bozano
Former President and COO, Meridional
Financial Group, and Former President and CEO
State Bank of Rio de Janeiro, Brazil

Frank Savage (3, 4)

Stamford, Connecticut
Chairman, Alliance Capital Management Interna-
tional (a division of Alliance Capital Manage-
ment L.P.)

Jeffrey K. Skilling (1)

Houston, Texas
President and CEO, Enron Corp.

John A. Urquhart (3)

Fairfield, Connecticut
Senior Advisor to the Chairman, Enron
Corp., President, John A. Urquhart
Associates, and Former Senior Vice
President of Industrial and Power Systems
General Electric Company

John Wakeham (2, 5)

London, England
Former U.K. Secretary of State for Energy
and Leader of the Houses of Lords and Com-
mons

Herbert S. Winokur, Jr. (1, 3)

Greemwich, Connecticut
President, Winokur Holdings, Inc., and
Former Senior Executive Vice President, Penn
Central Corporation

- (1) Comité Ejecutivo.
- (2) Comité de auditoría.
- (3) Comité financiero.
- (4) Comité de retribuciones.
- (5) Comité de nombramientos.