

CÓMO NO PREVENIR OTRO ENRON^(*) ^(**)

RICHARD A. EPSTEIN

Ilustre Profesor James Parker Hall de la Universidad de Chicago, Asociado Senior de Peter y Kirsten Bedford del Instituto Hoover

SUMARIO:

I. Introducción.- II. La Federalización No es la Respuesta.- III. Reglas que Tengan Sentido.- IV. La Independencia y sus Limitaciones.- V. El Poder de los Contratos.

"Sin embargo, use ingenio optimismo ignora la verdad central de cualquier economía grande y diversa; las cosas irán mal sin importar cuán sólido sea el régimen legal."

Richard A. Epstein.

I. INTRODUCCIÓN

Rara vez una reforma importante del derecho societario en los Estados Unidos es consecuencia de un debate serio y racional. Con mucha frecuencia, una serie de crisis locales generan un gran consenso público para que, rápidamente, alguien haga *algo* sobre el problema. El resultado es un proceso previsiblemente ineficiente: promulgamos legislación en forma apresurada y luego litigamos con sosiego. El comportamiento rápido y precipitado en la arena política es seguido por años de complicadas maniobras administrativas y judiciales.

Consideremos el osado nuevo mundo de la responsabilidad societaria introducido por la *Sarbanes-Oxley Act*, que se debatió en el Congreso en Julio de 2001. Esta compleja legislación representa un lado de la administración Bush que muestra, por decir lo menos, una carencia de respeto hacia la capacidad auto-correctiva de los mercados en asuntos comerciales.

Cabe recordar que la ley *Sarbanes-Oxley* surgió a raíz de la quiebra de una media docena de empresas –entre ellas, Enron, Tyco, y WorldCom. Cada caso fue un colapso distintivo, empero, por la preocupación por estos casos claramente visibles, es fácil olvidar que el 99 por ciento de las empresas que cotizan en bolsa no han hecho nada que merezca reproche. La mayoría se ha comportado apropiadamente a largo plazo: hacen buenos productos que generan utilidades para los accionistas y

^(*) El presente artículo ha sido originalmente publicado en el *Hoover Digest* 2003 No. 2, Spring Issue, bajo el título *"Don't Not to prevent another Enron"*. La presente publicación se hace con la expresa autorización del autor y del *Hoover Digest*. Agradecemos a José Juan Iñigo Seijas, miembro del Consejo Consultivo de *ADVOCATUS* s.o.r.l., por su colaboración en la obtención de la respectiva autorización.

^(**) La traducción del presente artículo ha estado a cargo de Patricia Bossio y Claudio Ferrero Marín, miembros del Consejo Directivo de *ADVOCATUS* s.o.r.l.

^(*) Se refiere a la denominada *business judgment rule* (BJR).

puestos de trabajo para los trabajadores. Pero la generalidad se vuelve inconspicua cuando un Congreso acucioso intenta "prevenir el siguiente Enron" introduciendo salvaguardas y sanciones elaboradas. Limitaciones similares se han producido luego de fraudes anteriores, desde *Teapot Dome* a los casi olvidados escándalos de *Salud Oil and Equity Funding*. Sin embargo, ese ingenuo optimismo ignora la verdad central de cualquier economía grande y diversa: las cosas irán mal sin importar cuán sólido sea el régimen legal.

La gran presunción es que podemos "arreglar" dichos problemas de una vez por todas mediante regulación anticipadora. Ni siquiera la legislatura más inteligente, hábil y capaz puede lograr un riesgo cero en asuntos humanos. Cualquier sistema legal sensible tiene que basarse, en parte, en las sanciones que se imponen después que las personas hayan robado propiedades o saqueado empresas. No contamos con un láser lo suficientemente preciso para dirigirlo solo a los ladrones por anticipado. Cualquier esquema regulador coloca en el mismo saco a las buenas empresas y a las malas. El esfuerzo por detener el abuso en empresas mal administradas por lo general dificulta que las empresas bien administradas sigan por ese camino. El cumplimiento de los estándares externos podría fácilmente minar las salvaguardas internas, formales e informales, contra el fraude y el abuso.

II. LA FEDERALIZACIÓN NO ES LA RESPUESTA

La ley *Sarbanes-Oxley* marca, casi por defecto, un cambio enorme en la ubicación del poder del gobierno sobre los asuntos societarios. Desde 1933 hasta el 2002, las bolsas de valores generalmente estuvieron reguladas como instituciones nacionales por la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Estas leyes abarcaban la inscripción de nuevas emisiones de acciones, transacciones ilícitas (*insider trading*), y similares. Pero los asuntos internos del gobierno de las empresas fueron dejados por lo general a la regulación bajo la ley estatal, una asignación que tiene sentido. Los organizadores de cualquier empresa preferirán constituir la en el estado que ofrezca las condiciones más atractivas. Las leyes estatales que proporcionen la mayor combinación de flexibilidad y protección al accionista ganarán a largo plazo. Así, la competencia entre estados genera normas decentes sobre gobierno corporativo a través del ensayo y error. Delaware ha resultado ser un gran ganador en esta competencia, principalmente debido a que sus legisladores y jueces han proporcionado un producto superior y consistente.

La administración Bush, a pesar de que por lo general es respetuosa de los derechos de los estados, se encontró sujeta a presiones políticas tan intensas que tuvo que tomar la iniciativa de federalizar gran parte de la ley sobre gobierno corporativo. Este cambio en el centro de gravedad elimina en forma gratuita la beneficiosa competencia sobre gobierno corporativo que ahora se produce a nivel estatal. Aun peor, coloca todos los huevos de los reguladores federales en la canasta equivocada. La SEC se encuentra ahora en un triste desorden después del liderazgo tumultuoso de Harvey Pitt, y la *Accounting Standards Board* se encuentra sin líder y sin timón después de la precipitada salida de William Webster. Los republicanos en el Congreso, liderados por el mismo Michael Oxley, han tenido dudas acerca del alcance potencial de la ley, de modo que todo el proceso administrativo se ha enlodado en el retraso que se prolonga hasta el momento de la redacción de este artículo en abril de 2003.

III. REGLAS QUE TENGAN SENTIDO

A la larga, por supuesto, no es únicamente una cuestión de *quién* está conduciendo este espectáculo, sino *cuáles* son las normas legales que han sido escogidas. Debemos preguntarnos qué hace la ley *Sarbanes-Oxley* para solucionar el gran dilema del gobierno corporativo. Por un lado, es crítico mantener a las personas responsables por sus malas gestiones. Pero, por otro lado, es imperativo permitir a los directores y funcionarios que tomen decisiones firmes sin ser llevados a litigio cuando las cosas resulten mal para sus empresas. Nadie aceptará un cargo en una empresa si se le exige que pague a la empresa por sus pérdidas pero no recibe ninguna recompensa adicional por sus éxitos. No puede esperarse que el funcionario de una empresa *garantice* el éxito de la empresa que supervisa.

El reto empresarial es idear reglas que induzcan a la gente a prestar servicios y al mismo tiempo seguir manteniéndolos *apropiadamente* responsables. El compromiso básico que prácticamente todos los estados han adoptado es la llamada regla de juicio empresarial (RJE)²⁷, la cual se basa en la realidad de que todos los negocios personales tienen boches y curvas y que las empresas no son inmunes a los riesgos paralelos. Los accionistas no ganan por tener inversiones garantizadas libres de riesgo, sino por obtener pericia y diversificación de la riqueza con la ayuda de un equipo profesional de administración. En la medida que un director trate de hacer los cálculos correctos y actúe honestamente y de buena fe, entonces los accionistas se encontrarán en el camino hacia arriba o hacia abajo. Si no les agrada el equipo al mando, pueden vender sus acciones e invertir en otro lugar. Los casos de fraude, conducta ilegal, y (en forma más crítica) conflicto de intereses se encuentran fuera de la protección de esta norma. El fraude y la conducta ilegal no tienen defensa, y el conflicto de intereses se juzga bajo un estándar más alto de "justicia completa", tanto procesal como sustantiva. Procesalmente, los directores que buscan su propio beneficio tienen que demostrar que han seguido los pasos adecuados para asegurar que los accionistas estén representados solo por personas naturales que cuidan los intereses del accionista. Sustancialmente, tienen que demostrar que el conjunto de términos es beneficioso para los accionistas al momento en que fue elaborado.

IV. LA INDEPENDENCIA Y SUS LIMITACIONES

La ley *Sarbanes-Oxley* no altera estas normas en forma directa, pero sí cambia el equilibrio de poder ya que contiene muchas directivas específicas, reduciendo así el área de discreción en donde se aplica las RJE. Asimismo, introduce una solución universal para todos los problemas corporativos que probablemente solo empeore las cosas. El nuevo héroe en el derecho societario estadounidense es el director independiente que, en términos generales, se refiere a aquellos directores que no son parte del equipo administrativo. Por supuesto que necesitamos directores independientes, pero ¿cuántos y bajo qué circunstancias? Los directores independientes sí ayudan a contrarrestar los problemas de conflicto de intereses, pero también lo hicieron los fiscales especiales antes de que se enfurecieran.

Otras desventajas de los directores independientes son la ignorancia, si las personas ajenas al negocio (*outsiders*) no tienen estrechas conexiones con el negocio; la incompreensión, si no entienden sus tradiciones y ritmos; o la indiferencia, si no tienen una determinación visceral de hacer que el negocio prospere. Un directorio en el que todos los directores son independientes puede fracasar totalmente con facilidad si no cuenta con miembros vinculados al negocio (*insiders*) que lo mantenga

en línea. Después de todo, los directores independientes tienen otros compromisos que fácilmente pueden tener mayor prioridad.

Al final, debemos hablar sobre los beneficios marginales y los costos marginales –las ventajas recíprocas en el margen que varía de negocio a negocio. Es crítico saber algo acerca de la combinación de accionistas, la personalidad del presidente de la empresa, y la naturaleza y calidad de la empresa antes de hacer cualquier juicio respecto de la proporción entre personas vinculadas con el negocio y las ajenas al negocio. Ciertamente, lo que la ley *Sarbanes-Oxley* sostiene es que “no sabemos nada acerca de una empresa en particular, de modo que decretaremos algo para todas las empresas que cotizan en bolsa. Por lo tanto, decretamos que en los directorios tienen que predominar los directores independientes, y los comités de auditoría solo tendrán miembros independientes”. Si este accionar fuera sólido, se esperaría ver evidencia empírica fuerte sobre cómo los directores independientes en forma mágica mejoran los ingresos de las empresas, y también se esperaría ver una gravitación fuerte del mercado ante tal resultado. Pero la evidencia es débil debido a que las ventajas recíprocas son cercanas. Nada sugiere que una lista completa de directores independientes creará el directorio ideal.

Especialmente controvertidos son los requerimientos de exactitud de los comités de auditoría que operan en forma independiente del directorio: solo el comité de auditoría puede designar y revisar el trabajo de los auditores externos de la empresa. Es fácil ver cómo dicha independencia puede llevar a un verdadero impase dentro de la empresa cada vez que el comité de auditoría se encuentre en disputa con el directorio. A esas alturas, ¿la junta tiene algún control real sobre el presupuesto del comité de auditoría, puede rechazar las recomendaciones del comité, o puede cambiar a los miembros del comité? Las disputas sobre estos temas bien pueden generar *dos* grupos de abogados enfrentados dentro de la misma organización para que resuelvan. La creación de una posible quinta columna dentro de la organización hace a las obligaciones de los miembros del comité de auditoría mucho más onerosas que antes, sin solución a la vista.

La conclusión de todo esto es que los directores independientes afrontan mayores obligaciones y mayores responsabilidades potenciales que antes. La perversa ironía es que la acumulación de estas nuevas obligaciones sobre los miembros del directorio, probablemente menoscabe a los directores independientes. Los únicos directores “independientes” que pueden hacer el trabajo son aquellos que dedican bastante tiempo al negocio de la empresa, con la que necesariamente se encuentran obligados por gratitud. El director independiente ya no puede funcionar como una polilla que se mueve de llama en llama. El número de directorios en los que un director independiente puede prestar servicios en forma prudente se reducirá. El número de personas dispuestas a prestar servicios en estos directorios se reducirá también, debido a los riesgos financieros asociados con el servicio. Me han informado que actualmente solo una de cada nueve personas naturales que podrían actuar en los directorios aceptará, en comparación a una de cada tres antes de la promulgación de la ley *Sarbanes-Oxley*. Los gastos de búsqueda de directores han aumentado aproximadamente en un tercio, y la compensación que se paga a los directores externos ha empezado a aumentar también –estos son costos inevitables para los accionistas. Al final, el calibre de las personas en el negocio puede reducirse por la ley *Sarbanes-Oxley*. Ciertamente, los requerimientos pueden ser tan onerosos que muchas empresas pequeñas registradas decidirán que no tiene sentido seguir cotizando en bolsa. Y otras empresas privadas optarán por seguir siendo privadas. Esas decisiones

representan costos reales para la economía, ya que la voluntad de iniciar nuevos negocios depende de la capacidad de vender una vez que han alcanzado cierto nivel de estabilidad financiera. Así, la ironía final es que la ley *Sarbanes-Oxley* puede interferir con la operación de los mercados de capitales, en detrimento de los inversionistas que está tratando de proteger.

V. EL PODER DE LOS CONTRATOS

Los principios básicos que deberían emplearse para juzgar la solidez de la ley *Sarbanes-Oxley* (y otras reformas del derecho societario) son los mismos principios libertarios que deberían informar cualquier evaluación del rol del gobierno en la regulación de la economía. Una sociedad anónima es en principio una red compleja de accionistas, directores y funcionarios. En realidad no hay intereses de terceros que sean mal representados en la mesa.

Como regla general, solo un sistema legal puede juntar con éxito a una gran cantidad de personas naturales heterogéneas provenientes de todos los caminos de vida; a personas que tienen alguna concordancia imperfecta de creencias y objetivos. Ese sistema legal es el derecho contractual. Ningún contrato por sí solo puede hacer el trabajo; lo que se necesita es un conjunto complejo de acuerdos sucesivos que gobiernen a las múltiples partes. Ese edificio puede colapsar de tiempo en tiempo, pero no es apropiado comparar la tasa de colapso de un sistema sensible de contratos probado con el tiempo con un sistema idealizado de regulación federal cuyos colapsos se encuentran, por lo general, justificadas por las buenas intenciones y los propósitos loables de la intervención federal.

La ley *Sarbanes-Oxley* representa una pérdida de libertad y flexibilidad en la administración de las empresas. Esta solución política a corto plazo tendrá consecuencias que prometen extenderse en el futuro indefinido.