



Libro La lucha por el alma del capitalismo

Sobre cómo el sistema financiero socavó los ideales sociales, dañó la confianza en los mercados, se quedó con millones pertenecientes a los inversionistas...y qué hacer al respecto

John C. Bogle
Yale UP, 2005
También disponible en: Inglés

Reseña

John C. Bogle es la persona más adecuada para realizar esta crítica sobre la decadencia de EE.UU. en un capitalismo disfuncional. Como fundador y ex CEO de los fondos de inversión colectiva Vanguard, Bogle jugó en las primeras ligas de la gestión de inversiones, puso en marcha políticas de control de gastos de los fondos en beneficio de los accionistas. Por supuesto, ésta debería ser la principal tarea de cualquier fiduciario, pero a menudo queda desdibujada en medio de otros intereses. Dada su perspectiva a largo plazo y conocimiento profundo, Bogle presenta los problemas de la industria y explica cómo corregir los errores generados por la avaricia, los directivos desbocados, la especulación salvaje y la supervisión descuidada. Pese a ser repetitivo y retórico en algunos casos, plantea dos preocupaciones importantes: el interés personal desenfrenado está destruyendo a los inversionistas y, lo que es peor aún, muchos fiduciarios se mantienen al margen mirando pasivamente la debacle. Si usted es un inversionista, profesional de inversión o un defensor imparcial de los beneficios del capitalismo, *BooksInShort* recomienda esta obra como lectura esencial.

Ideas fundamentales

- A fines del Siglo XX, la moral de las empresas estadounidenses se deterioró.
- Los problemas de retribución excesiva de los ejecutivos y la desregulación de las instituciones financieras contribuyeron a formar una burbuja bursátil entre 1998 y 2000.
- En “el capitalismo de los propietarios,” los ejecutivos administran las empresas en beneficio de los accionistas.
- En “el capitalismo de los directivos,” los ejecutivos administran las empresas en beneficio propio.
- Los fondos de inversión colectiva a menudo obran contra los intereses de sus accionistas y a favor de sus gestores y de la empresa de distribución.
- A medida que los gestores de las sociedades de inversión ganan más, los accionistas ganan menos.
- Los gastos de los fondos de inversión colectiva crecieron exponencialmente entre 1950 y 2004, y enriquecieron a los gestores, no a los accionistas.
- Las principales instituciones financieras de EE.UU. no han ejercido supervisión fiduciaria adecuada.
- Entre 1997 y 2002, los banqueros de inversión y las empresas de corretaje ganaron un billón de USD.
- Un buen gobierno societario está ligado a una buena evolución de la acción.

Resumen

Descenso y caída

Estados Unidos ha logrado notables resultados y reconfigurado el mundo. Pero durante la última parte del Siglo XX, sus valores se han deteriorado. Aunque el gobierno federal y los gobiernos estatales en algún momento se centraron idealmente en resolver problemas sociales, educativos y de distribución de recursos, los aportes de campaña motivados en intereses egoístas han redireccionado el sistema político. En el sector empresarial, la retribución excesiva y las actividades desenfrenadas de los bancos de inversión, entidades de financiamiento y directores de empresas contribuyeron a formar la burbuja bursátil de 1998 a 2000, que se infló para luego cobrarse la mitad de la riqueza creada por el mercado durante ese periodo.

“Las normas comerciales y de ética del sector empresarial estadounidense, de los inversionistas estadounidenses y de los fondos de inversión estadounidenses están seriamente comprometidas.”

Hoy día, el mercado accionario es entretenimiento, no un vehículo de inversión a largo plazo. La cobertura excesiva de televisión y la feroz búsqueda de información financiera, en gran parte poco significativa, impulsa a los inversionistas a actuar en pos de ganancias a corto plazo y operaciones de *day trading* (operaciones especulativas que abren y cierran posiciones el mismo día). En el ámbito empresarial, los directivos administran sus empresas en beneficio propio en lugar del de sus accionistas, aunque los accionistas asumen la mayor parte del riesgo invirtiendo su efectivo.

“Mi idealismo juvenil—la creencia de que cualquier emprendimiento comercial verdaderamente sólido debía asentarse en un sólido cimiento moral— sigue siendo tan fuerte como en todos estos años.”

En el “capitalismo de los propietarios,” los directivos administran las empresas en beneficio de los accionistas; ésta fue la política de inversión que predominó en Estados Unidos durante más de 200 años. La nación se apartó de su rumbo al cambiar por el “capitalismo de los directivos,” en el cual los directivos administran las empresas en beneficio de la dirección. Hoy día, los dos sistemas “batallan por el alma del capitalismo estadounidense.”

“Durante la etapa de la burbuja, las ganancias de la ‘nueva economía’ de la tecnología, las ciencias y las comunicaciones crecieron a la tasa de la ‘antigua economía’ de los bienes y servicios tradicionales.”

Dos fenómenos explican por qué los ejecutivos se apartan de sus propósitos principales:

1. La emisión de opciones de compra de acciones a ejecutivos distorsiona su remuneración, y la independiza por completo de los resultados financieros y operativos reales de la empresa.
2. La realización de “previsiones” de ganancias a analistas les permite orquestar los resultados financieros, lo que acrecienta los precios de las acciones y beneficia a quienes poseen información privilegiada.

La burbuja bursátil del milenio

En los últimos 200 años, la formalización de los derechos de propiedad, el ascenso del racionalismo científico, y el desarrollo de mercados de capital modernos, sistemas de transporte y comunicación provocaron un crecimiento explosivo de la economía mundial. Este sistema, “el capitalismo de los propietarios,” funcionó bien. Posteriormente, a fines del siglo XX surgió el “capitalismo de los directivos,” que se caracterizó por la alianza de las sociedades con los profesionales de las finanzas y los directivos de otras sociedades, en lugar de aliarse con los accionistas a quienes deben su existencia. El 1% más rico de los estadounidenses es propietario del 40% de la riqueza del país.

“Cuando los mercados son una ‘apuesta segura’ y la demanda apuntala los precios a niveles insostenibles, el próximo paso son grandes mercados bajistas.”

En 2000, los mercados financieros, los profesionales de inversión y el público se convencieron de que la tecnología crearía una era de nueva riqueza. En cambio, tras dos años y medio de tendencia alcista, el mercado sucumbió en marzo de 2000, y se cobró la mitad del valor del mercado accionario. La debacle solo es comparable con el *crash* de 1929 al que se denominó la Gran Depresión.

“Los ejecutivos habían creado riqueza para ellos mismos, pero no para los accionistas.”

Por supuesto, como en todas las debacles de mercado, algunos ganan y algunos pierden. Entre los ganadores estuvieron los bancos de inversión, los ejecutivos que recibieron opciones de compra de acciones y participaron en ofertas públicas de venta, corredores y gestores de fondos de inversión colectiva. Entre 1997 y 2002, los bancos de inversión y las empresas de corretaje ganaron comisiones de más de USD 1 billón y los pagos de los fondos de inversión excedieron los USD 275 millones.

“Estamos peligrosamente cerca de aceptar un sistema dictatorial en el sector empresarial de EE.UU., un sistema en el que el poder del CEO parece no tener prácticamente límites.”

Entre los perdedores estuvieron los inversionistas particulares que se subieron a la tecnomanía. Los accionistas de las empresas perdieron por partida doble: en primer lugar, cuando sus empresas emitieron opciones costosas a los ejecutivos y luego cuando utilizaron el efectivo de la empresa para readquirir acciones propias para cubrir tales opciones. Cuando volvió la calma, el mercado había transferido alrededor de USD 2 billones de inversionistas particulares a directivos con información privilegiada y sus socios financieros.

“Cuando hay ejecutivos fuertes, directores débiles y propietarios pasivos, no debe sorprendernos que comience el saqueo.” [– *Desconocido*]

Los ejecutivos que recibieron opciones de compra de acciones las vendieron tan pronto como fue posible. Así pues, esas gratificaciones recompensaron la rentabilidad a corto plazo, pero no la creación de valor a largo plazo. Del mismo modo, los salarios de los CEO a menudo no guardan relación con la rentabilidad de sus empresas. Un estudio realizado en 2002 sobre CEO de empresas que integran el S&P 500 y ganan más de USD 50 millones comprobó que sus empresas generaron una rentabilidad media anual negativa de 40%, frente a una rentabilidad negativa del 3% para las otras empresas del índice.

La “Conspiración alegre”

Los auditores independientes, la comunidad de inversión y las autoridades reguladoras del gobierno no han cumplido con sus responsabilidades. En algunos casos, estos guardianes llegaron a convertirse en socios de los clientes corporativos, como sucedió cuando Arthur Andersen, que debía haber auditado a Enron, participó en las irregularidades.

“Cuando nuestros mercados financieros están impulsados por negociación especulativa, se generan presiones abrumadoras para cocinar los libros a fin de

sostener precios artificiales en el mercado bursátil.”

Wall Street en sí mismo es parte del problema. Los analistas bursátiles, incluidos 62.000 analistas financieros certificados, no cuestionaron la manipulación de informes de resultados ni las interpretaciones liberales de las normas de contabilidad financiera establecidas. Del mismo modo, las autoridades regulatorias del gobierno y los funcionarios electos sucumbieron a la presión del sector empresarial, en ocasiones al punto de provocar escándalos corporativos.

“Este cambio de enfoque de la importancia eterna del valor intrínseco de la empresa a la precisión monetaria del precio de la acción fue la causa de muchos de los fracasos en el mundo de la inversión estadounidense.”

Las juntas directivas delegan tareas en la dirección que puede tener sus propios planes no divulgados. Por otra parte, los directivos de todos los niveles van en pos de metas numéricas en lugar de centrar su atención en mejorar las operaciones y la estrategia. Esta “gestión por medición” desacopla el rendimiento operativo del rendimiento financiero y sustituye las metas a largo plazo por metas a corto plazo. Durante la burbuja bursátil, las empresas adquirieron otras sin fundamentos, que estaban predestinadas al fracaso.

Restablecimiento de la confianza

Tras el colapso del mercado, los escándalos corporativos y contables, la caída de algunas empresas importantes y la acusación de ejecutivos clave, el Conference Board formó una comisión que recomendó los siguientes siete cambios para restablecer la confianza del público en los mercados:

1. **“Promover la ciudadanía corporativa”** – Por ejemplo, los fondos de inversión colectiva debería divulgar los resultados de las votaciones por poder.
2. **“Separar claramente la propiedad de la dirección”** – Un órgano independiente debería garantizar la separación de poderes. Los CEO estarían a cargo de administrar la empresa, en tanto sus consejos se ocuparían de temas relacionados con la titularidad de las acciones.
3. **“Resolver el desorden de las opciones de compra de acciones”** – Los precios de las opciones deberían reflejar la función de los dividendos y el costo del capital. Las empresas deberían emitirlos a largo plazo y exigir que los CEO las conserven durante un periodo después de dejar la empresa. Las disposiciones de recuperación (en inglés “*clawback*”) exigirían que el CEO devuelva dinero si se produce la reexpresión de resultados.
4. **“Centrar la remuneración en función del rendimiento, no de los pares”** – Los consejos y los consultores fijan la retribución de los CEO en relación con sus pares; la remuneración ha perdido su relación con el rendimiento de la empresa. En consecuencia, se producen espirales alcistas de remuneración, y los ejecutivos no rinden cuentas por la consecución de los objetivos de la empresa.
5. **“Retomar el énfasis a largo plazo”** – Reducir el enfoque en los resultados trimestrales. Las empresas deben reformular sus informes trimestrales para incluir factores que afectan las perspectivas de la empresa a largo plazo. Los informes deben ser públicos y de rápido acceso.
6. **“Transparencia de la contabilidad”** – Las empresas deben presentar sus resultados a partir de supuestos contables conservadores. Deben hacer públicas sus declaraciones de impuestos incluyéndolas en sus informes anuales.
7. **Establecer “una nueva mentalidad para el consejo”** – Alentar la independencia, promover el pensamiento en grupo y realizar una evaluación crítica de los informes y las prácticas de la empresa.

“No olvide: rentabilidad de mercado menos costo es igual a la rentabilidad del inversor.”

Lamentablemente, los inversionistas institucionales, la asociación de fondos de inversión colectiva y los fondos individuales han descuidado sus responsabilidades sociales. The Conference Board solo puede efectuar recomendaciones; las firmas de inversión y los inversionistas institucionales tendrán que tomar medidas. Comprender la relación entre un buen gobierno societario y la buena rentabilidad de las acciones los alentaría a hacerlo.

El negocio de los fondos de inversión colectiva

Debido a su estructura, las empresas de fondos de inversión a menudo actúan en contra de los intereses de sus accionistas y en favor de sus gestores y de la empresa de distribución. Así fue que los fondos de inversión se enredaron en una serie de escándalos relacionados con prácticas de *market timing* (anticipación al mercado), falta de información de comisiones, y otras ventas y actividades de contratación irregulares a partir de septiembre de 2003.

“Los fondos operados bajo el ala de conglomerados financieros han generado rentabilidades notablemente inferiores en comparación con los resultados de los fondos gestionados por empresas cerradas que no cotizan en bolsa.”

La estrategia de *market timing* costó a los inversionistas unos USD 3.000 millones, la misma cantidad que los especuladores ganaron en sus estrategias de *short trading*. Sin embargo, el verdadero costo para los accionistas fue aún mayor. Los escándalos de *market timing* aumentaron el costo de las operaciones de los fondos.

Cuando los fondos de inversión colectiva cobran altas comisiones, menoscaban las rentabilidades de los accionistas. En teoría, la industria de los fondos de inversión colectiva deberían experimentar enormes economías de escala: La gestión de un fondo valuado en USD 5.000 millones no es considerablemente más costoso que gestionar un fondo valuado en USD 1.000 millones. No obstante, entre 1950 y 2004, durante el cual “los activos de los fondos de renta variable se multiplicaron 1.600 veces desde USD 2.500 millones hasta USD 4 billones.” Las “economías de escala” que los inversionistas deberían haber alcanzado terminaron beneficiando a los gestores de los fondos. Estos gastos explican por qué las rentabilidades de los fondos de inversión colectiva han quedado rezagadas respecto a las del mercado. También ponen de manifiesto el conflicto de intereses inherente en la gestión de fondos: cuanto más altos son los gastos del fondo, menores son las rentabilidades.

¿Por qué nadie cuestiona estos conflictos de intereses? La industria de los fondos de inversión colectiva tiene su propia estructura de gobierno que se autoprotege. A menudo el presidente de la compañía es también el presidente de la junta directiva del fondo. Las ganancias son el móvil de primordial importancia. Este tipo de deterioro del profesionalismo ha menoscabado la función tradicional de administración y servicio.

Estas estrategias mejorarían el gobierno societario de las empresas de inversión colectiva:

1. La sociedad gestora debería tener un solo miembro en la junta del fondo.

2. El presidente de la junta debería ser independiente.
3. El presidente de la junta directiva debería contar con personal independiente que le informara de temas tales como rentabilidad del fondo y resultados de marketing.
4. Una ley federal debería regir el comportamiento de los directores de los fondos.

Si bien los inversionistas pueden ignorar sus propios intereses por algún tiempo, no lo harán para siempre. Cuando tomen conciencia de estos abusos, insistirán en una reforma de la industria.

Sobre el autor

John C. Bogle es fundador y ex CEO de una importante empresa de fondos de inversión colectiva. En 1999, la revista *Fortune* lo calificó como uno de los cuatro gigantes de la inversión del siglo XX.
