

LA PARADOJA

La misma encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de junio 2012 muestra por el lado de la demanda que los agentes están pidiendo más crédito. Es como si ellos no consideraran los riesgos que está enfrentando la economía chilena y vivieran una suerte de sobreoptimismo sobre el destino de esta.

Estudios recientes de la economía chilena señalan que los periodos de expansión económica gatillan en el mediano plazo aumentos de la cartera vencida, y luego reducciones del crédito. Este fenómeno ha sido interpretado como un exceso de toma de riesgo de crédito del sector privado. De manera similar, los periodos de contracción económica, caracterizados especialmente por tasas de interés altas, son seguidos por caídas de mediano plazo de la cartera vencida y, luego, por expansiones del crédito. Es decir, al contrario de una expansión, los agentes económicos se vuelven más pesimistas y toman menos riesgo.

Es interesante reconocer que existe una amplia literatura que ha investigado las posibilidades de sobreoptimismo en los agentes económicos. Por ejemplo, algunos estudios concluyen que un optimismo moderado puede explicar el comportamiento de decisiones financieras. Además, se ha demostrado que en decisiones financieras, los hombres son más confiados que las mujeres. También, que el exceso de sobreoptimismo de los CEO puede explicar la distorsión de sobreinversión en tiempos de expansión económica. Otros estudios indican que la sobreconfianza de los agentes puede producir grandes diferencias sobre los verdaderos precios de los activos financieros. Por ejemplo, argumentan que estos comportamientos están en la raíz misma del comportamiento humano: así la mayoría de las personas se clasifica a sí misma como mejor que el promedio.

En resumen, se podría estar gestando la tormenta perfecta en el escenario económico chileno: una economía internacional deteriorándose cada vez más, un sistema financiero que empieza a desconfiar de la economía y familias y empresas que se sobreendeudan. Todos estos elementos pueden provocar que, en la medida que se cristalice el peor de los escenarios, el aterrizaje de la economía sea forzoso y no suave para el 2013. ■



Luz Amarilla en los gobiernos corporativos

Por Eduardo Saavedra P.*

* Doctor (Ph.D.) en Economía de Cornell University. Académico de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad Alberto Hurtado.

Un aumento de capital de una sociedad anónima abierta (Enersis) por la vía de incluir activos a un valor de mercado estimado por el propio controlador de la compañía, con el severo riesgo de que esos activos estén sobrevalorados y como consecuencia signifiquen una caída en el valor de las acciones en general-, genera un claro beneficio a quien aumenta capital con este mecanismo (Endesa-España) a costa de los demás accionistas que deben enfrentar una pérdida en exactamente el valor del sobreprecio de los activos (inversionistas institucionales como AFP e inversionistas minoritarios).

El riesgo de este tipo de comportamiento es la otra cara de la moneda de los beneficios que tiene la concentración de la propiedad (mejor control sobre las decisiones de su plana gerencial). Este se manifiesta en que el control concentrado crea espacios para la obtención de rentas oportunistas de los grandes accionistas a costa de herir los intereses de inversionistas pequeños y de los institucionales, tal como lo ejemplifica el intento de aumento de capital de Endesa-España en Enersis vía activos de dudoso valor real y esperando con ello un aumento proporcional de los demás accionistas en activos más líquidos.

El riesgo de expropiación de rentas desde los accionistas mejor informados en contra de sus socios no solo significa un traspaso de rentas desde pequeños inversionistas (y desde los trabajadores del país hacia la transnacional controladora de Enersis), sino que además, daña la confianza en el funcionamiento del mercado de capitales y genera incentivos perversos en el emprendimiento y a la hora de invertir en el país. Es por este segundo motivo que la regulación de los gobiernos corporativos se hace relevante y pertinente en una economía moderna; no solo por el adecuado manejo de los problemas de incentivos entre un empresario o administrador y los financistas externos de la empresa, sino primordialmente por el control y adecuado cuidado de la fe pública en el proceso de financiamiento de las inversiones con inversionistas que comparten los mismos riesgos que los controladores de esas empresas.

La pregunta es si estas situaciones son "pan de cada día" o más bien corresponde a una situación puntual adecuadamente controlada por la regulación vigente y el rol asignado a los directores de las sociedades anónimas. Pareciera que, esta vez, son un hecho puntual, pero no controlado por el gobierno corporativo de esa sociedad sino que bloqueado por la decisión del regulador (Superintendencia de Valores y Seguros) de apuntar que se trataba de una transferencia entre partes relacionadas que requeriría de procedimientos más estrictos para su aprobación definitiva. Es más, la SVS recientemente ha planteado la necesidad de normar con más celo el funcionamiento de los gobiernos corporativos de estas sociedades, precisamente haciéndose eco de los reclamos ante la molestia pública por el *affair* Enersis. Llama la atención que la SVS plantee normas que van mucho más allá de su rol de garante de la fe pública implicada en el proceso de oferta de acciones, pues ha planteado incluso normar la autoevaluación de los directores

de estas compañías.

En mi parecer, cambios a la normativa vigente deberían apuntar en tres direcciones. Primero, endurecer las penas en casos de claro perjuicio a los demás inversionistas, amparado por los controladores y eventualmente la plana ejecutiva de las empresas en contra de sus socios minoritarios y también de otros inversionistas de las sociedades anónimas, como, por ejemplo acreedores de deuda. Segundo, endurecer las penas y aumentar los recursos para el mejor control sobre los casos de uso de información privilegiada, en que además de los accionistas controladores incurren directores no controladores pero con intereses en el negocio de corretaje accionario. Tercero, normar de forma preclara el proceder de las transferencias entre partes relacionadas imponiendo umbrales críticos respecto del tamaño de estas transferencias para así dar certeza jurídica a todos los inversionistas en el mercado de capitales.

Por ello, apuntar a normar procedimientos estandarizados como el de la autoevaluación de los directores significaría moverse hacia una cogestión de los gobiernos corporativos de las sociedades anónimas, tarea que parece condenada al fracaso por la falta de consenso hacia ese modelo y por la imposibilidad práctica de que procedimientos estandarizados puedan ser adecuadamente controlados (ex post) por la propia autoridad. Es más, cuando este tipo de normas dejan espacio al comportamiento oportunista, imponen todo el costo a los directores e inversionistas honestos que ven cómo la acción regulatoria significa un mayor peso en términos de tiempo dedicados a cumplir la norma, mientras otros podrían saltarla sin riesgo de ser detectados. Peor aún, una norma así traspasaría la responsabilidad del adecuado funcionamiento de los gobiernos corporativos de las empresas desde los directorios al regulador, consecuencia ciertamente indeseada por quie-

nes han propuesto la norma.

¿Qué podemos esperar, entonces, del funcionamiento de los gobiernos corporativos de nuestras sociedades anónimas? Es claro que los directores minoritarios -sean representantes de inversionistas institucionales o privados no controladores- tienen poco margen de acción para bloquear estrategias como la planteada por Endesa-España con Enersis. No obstante, ello no les exime de la responsabilidad de su decisión, pues podrían oponerse a esas estrategias cuando haya indicios claros que se podría estar actuando en contra de los intereses que ellos representan. Así, por ejemplo, los inversionistas institucionales deberían exigir peritajes independientes y contrastarlos con los del accionista mayoritario, independientemente de los procedimientos que exija el regulador respecto de las transferencias con empresas relacionadas.

El caso Enersis deja en claro que no es suficiente el rol de los directores que representan a inversionistas institucionales, pues estos siguen teniendo menos información que los controladores respecto al valor de los activos. Precisamente por esta asimetría de información que puede facilitar prácticas lesivas a los intereses de los accionistas minoritarios es que el regulador debería establecer como obligatorio el peritaje independiente en la valoración de activos para los aumentos de capital en sociedades anónimas abiertas.

Esto es muy importante tratándose de controladores extranjeros cuyas matrices podrían usar estas estrategias para hacer frente a crisis económicas en sus propios países. ■

Observatorio Económico >

Decano: Jorge Rodríguez Grossi.
Fono Facultad: 889 7366
e-mail: jrodrigu@uahurtado.cl
economaiynegocios.uahurtado.cl/observatorio
Producción OE: Comunicar, Escuela de Periodismo UAH.