

La evolución del gobierno corporativo en los EE.UU.

Ahora todos nosotros somos Henry Kravis

Investigación de Steven Neil Kaplan

Los años 80 trajeron un volumen fenomenal de compra de corporaciones y de actividades de reestructuración – actividad distinguida por un nivel sin precedentes de compras financiadas con deuda (LBOs¹) y compras hostiles dirigidas por “asaltantes” tales como Henry Kravis de Kohlber, Kravis & Roberts (KKR). A pesar del resurgimiento de las compras hostiles en los años 90, los LBOs y los “asaltantes” no han reaparecido. Sin embargo, su legado continúa. Steven Kaplan, profesor de finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, explica que hoy en día los accionistas, los directorios, y los gerentes han aplicado las cualidades y fortalezas de los LBOs de los 80s al gobierno corporativo de hoy. Según Kaplan, “en este sentido, hoy en día todos somos Henry Kravis”.

Antes de 1980, el gobierno corporativo en los EE.UU. era muy diferente a como es hoy. Los ejecutivos mantenían cantidades modestas de acciones y opciones en sus compañías. Los principales ejecutivos y sus incentivos estaban más enfocados en medidas de desempeño tradicionales tales como ventas o crecimiento de las ganancias. Los directorios no eran particularmente activos y los accionistas eran relativamente pasivos.

En 1980 esto comenzó a cambiar. La ola de compras y adquisiciones de los 80s parece haber sido la respuesta del mercado a las deficiencias de gobierno corporativo. Entre los años 1968 y 1995, siete de los nueve años con más actividad de compras y adquisiciones ocurrieron en los 80s.

Además del inusual gran volumen de actividad, los 80s también vieron el surgimiento de las compras financiadas con deuda y de los “asaltantes” corporativos. Pero hoy en día, a pesar del reciente resurgimiento de las adquisiciones, los “asaltantes” no han reaparecido y las compras hostiles son menos frecuentes. ¿Por qué?

Kaplan argumenta que hoy en día, los accionistas y las corporaciones obtienen cada vez más los beneficios de los LBOs y de los “asaltantes”.

Las cualidades de los LBOs

Los LBOs de comienzos de los 80s fueron motivados principalmente por tres cualidades:

- En primer lugar, la alta cantidad de deuda incurrida en una transacción LBO impuso una fuerte disciplina en la administración de la compañía comprada. Con esa deuda, ya no era posible para los gerentes el tratar al capital, particularmente

¹ Leveraged Buyouts

el capital accionario, como sin costo. Por el contrario, una falla en generar un retorno suficiente sobre el capital significaba default.

- En segundo lugar, los LBOs proveyeron a los gerentes de participaciones accionarias substanciales en la compañía después de la compra. Estas participaciones dieron a los gerentes los incentivos para llevar a cabo la compra, el trabajar duro para pagar la deuda y para aumentar el valor a los accionistas. Si eran exitosos, los administradores de la compañía comprada podían esperar hacer una buena cantidad de dinero. Investigaciones anteriores de Kaplan muestran que los gerentes generales de los LBOs aumentaron su participación en la propiedad desde un 1.4% pre-LBO a un 64% post-LBO. Los equipos gerenciales, en su conjunto, experimentaron incrementos similares. Según Kaplan, “en 1980, esta aproximación a la compensación ejecutiva era fundamentalmente diferente de la práctica común. La propiedad de acciones y de opciones por parte de los gerentes era modestas. Y la gerencia era leal a la corporación, no a los accionistas”.
- En tercer lugar, los promotores de los LBO monitoreaban y gobernaban cercanamente a las compañías que apalancaban. Al contrario de los directorios de las compañías transadas públicamente, que eran grandes y dominadas por externos distantes con pequeñas participaciones en la propiedad, los directorios de las compañías LBO eran pequeños y dominados por los patrocinadores de los LBO con participaciones substanciales en la propiedad de las compañías.

¿A que llevan estas cualidades? En la primera mitad de los 80s, estas cualidades de los LBO llevaron a grandes, a veces fenomenales, éxitos. Pero en la segunda mitad de los 80s, la experiencia de los LBO fue diferente. Muchos LBO cayeron en default, algunos en forma espectacular. Aproximadamente un tercio de los LBOs completados después de 1985 hicieron un default en su deuda posteriormente. ¿Pero quiere decir que los motivos de los LBO estaban equivocados?

La evidencia, incluso para finales de los 80s, indica que las cualidades de los LBO se mantienen. Kaplan descubre que, en su conjunto, los mayores LBO de finales de los 80s también generaron mejoras en las ganancias operacionales a pesar del relativo gran número de defaults. Incluso para las transacciones que cayeron en default, Kaplan nota que las compañías LBO retuvieron aproximadamente el mismo valor que habían logrado antes del LBO.

La aplicación de las cualidades de los LBO

Hoy en día, las corporaciones aplican en forma rutinaria las tres cualidades de los LBOs sin por ello llevar a cabo un LBO. Recuérdese que la primera motivación para un LBO es el imponer un costo de capital a la administración, de forma que no vean al capital (accionario) como libre de costo. Las corporaciones y las firmas consultoras aplican esta cualidad a través de formas innovadoras de medir el desempeño y programas de compensación. Los programas de compensación más conocidos son promocionados por firmas de consultoría. Por ejemplo, Stern Stewart promociona el “Valor Económico Agregado” (EVA por sus siglas en inglés), y el Boston Consulting Group y su subsidiaria Holt Value Associates, promocionan el “Retorno de Flujo de Caja sobre la Inversión” (CFROI por sus siglas en inglés).

Los comités de compensación y los consultores aplican cada día más la segunda cualidad de los LBOs – proveer incentivos más poderosos a los principales ejecutivos. Es discutible el caso de que los altos beneficios obtenidos por los patrocinadores de los LBO, y más importante, por los principales ejecutivos de las compañías LBO, hacen más aceptable para los principales ejecutivos de las compañías transadas públicamente el prosperar económicamente por medio de una compensación basada en acciones. La concesión de más de \$100 millones en acciones de Coca Cola a Roberto Goizueta, el último presidente de la compañía, es uno de los ejemplos más prominentes.

Finalmente, las compañías transadas públicamente parecen estar aplicando cada día más la tercera característica de los LBO – un monitoreo mayor y más cercano sobre los directorios por parte de los accionistas. Los directorios están presionados a ser más activos y más orientados a los accionistas, y los accionistas han aumentado la presión que imponen sobre la administración corporativa. En otras palabras, los accionistas institucionales de hoy en día son los “asaltantes” y los patrocinadores de los LBOs de los 90s.

El futuro del gobierno corporativo

Mientras que es claro que las compañías transadas públicamente, aplican las cualidades enfatizadas por los LBOs de comienzos de los 80s, es importante entender por qué todo esto está pasando ahora.

En primer lugar, las tenencias de los inversionistas institucionales continúan incrementándose. Investigaciones muestran que la propiedad individual en las corporaciones privadas en los EE.UU. declinó desde un 70 por ciento en 1970 a un 60 por ciento en 1980 y a un 48 por ciento en 1994. La propiedad individual en las compañías transadas públicamente es incluso menor.

Según Kaplan, “esto significa que accionistas sofisticados – quienes gustan de mayores retornos – poseen una fracción cada vez mayor de las corporaciones americanas”.

En segundo lugar, en 1992, la Securities and Exchange Commission (SEC) redujo en forma substancial los costos a los accionistas para coordinar desafíos en contra de administraciones de bajo desempeño, al relajar las reglas referentes a las comunicaciones de los accionistas.

La tercera razón para los cambios en el gobierno corporativo es el requerimiento de la SEC, también impuesto en 1992, de que las compañías transadas públicamente provean información más detallada acerca de la compensación de los principales ejecutivos y su relación con el desempeño de la firma, particularmente el desempeño de las acciones.

Según Kaplan, “dados los desarrollos que vemos hoy día, parece probable que los inversionistas institucionales y los directorios van a continuar aplicando las cualidades de los LBO y trabajar por el valor al accionista en los EE.UU. en el futuro”.

Y con el claro éxito de los mercados de capitales de los EE.UU. en los últimos 15 años, Kaplan cree que otros países, tales como Alemania y Japón, han empezado a acercar sus sistemas al sistema de mercado y gobierno corporativo americanos.

Según Kaplan, “muchacha gente ha criticado a los 80s, diciendo que las adquisiciones estaban orientadas al corto plazo, que los LBO y las adquisiciones hipotecaban el futuro, y que era simplemente un juego de intercambio de activos. Mientras que entonces todos se quejaban de esas prácticas, hoy en día todos las usan”.

Steve Neil Kaplan es profesor Leon Carroll Marsall de finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago.