

Gobierno de los Bancos y Crisis Financieras*

Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza
Enero 2009

Resumen

El gobierno corporativo se juzga desde la protección que ofrece a los intereses de los accionistas, bajo los supuestos de que los intereses del resto de colectivos que colaboran en la empresa se protegen a través de los contratos, y que las conductas resultantes no dan lugar a efectos externos importantes para el conjunto de la sociedad. El trabajo argumenta que estas condiciones no se cumplen para las entidades bancarias y por tanto el buen gobierno corporativo adquiere un significado diferente en el caso de los bancos, conclusión que es importante para comprender las causas de las crisis financieras y para la regulación y la supervisión bancaria que trata de prevenirlas. La exposición se completa con referencias a la experiencia de la crisis para accionistas, directivos, acreedores y modelos de negocio bancario.

*Texto preparado para servir de base a la ponencia presentada en las XXXI Jornadas de la Abogacía del Estado. Madrid 25 de Noviembre de 2009. Agradezco los comentarios de Jesús Saurina a una versión previa del trabajo aunque el contenido del trabajo es de mi única responsabilidad.

“I made a mistake in presuming that the self interests of organizations, specially banks and others, where such that they were best capable of protecting their own shareholders and the equity of the firm”

Alan Greenspan

Comparecencia en el Congreso de Estados Unidos

Introducción.-

¿En qué medida deficiencias en el gobierno corporativo de las entidades financieras, bancarias y no bancarias, tienen responsabilidades en la crisis actual? ¿Qué valoraciones merecen algunas propuestas de reforma en materias de gobierno corporativo como respuesta a la crisis financiera? Las retribuciones de los altos directivos bancarios, que son competencia de los órganos de gobierno de cada entidad, aparecen muy pronto entre las causas directas de la crisis pero las consideraciones acerca del papel del gobierno corporativo de las entidades financieras, que incluye otros muchos elementos y competencias además de aprobar el sistema de retribuciones, tardaron algún tiempo en aparecer. En este sentido, los informes emitidos por el G-20 durante todo el año 2008 apenas hacen referencia al gobierno corporativo. No fue hasta abril de 2009 cuando el Grupo de Trabajo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera en la UE, presidido por Jacques de Larosière, incluye a las deficiencias en el gobierno de los bancos entre las causas más importantes de la crisis financiera. Alan Greenspan, en la cita que abre el trabajo, se une a quienes opinan que los mecanismos de gobierno corporativo han fracasado al haber dejado desprotegidos a los accionistas. La OCDE, una institución que se muestra especialmente activa en los últimos años en las materias relativas al buen gobierno corporativo, expresa su opinión institucional sobre las lecciones para el gobierno corporativo que se extraen de la crisis, en un documento publicado en junio de 2009 (OECD, 2009). En el informe, elaborado por un comité de expertos, se concluye que las deficiencias en el funcionamiento de los mecanismos de gobierno han tenido su responsabilidad en la crisis y en las consecuencias posteriores. Esta unanimidad que se observa en los pronunciamientos institucionales sobre la responsabilidad del gobierno corporativo de las entidades financieras en la crisis, contrasta con los resultados de un estudio académico (Beltratti y Stulz, 2009) poniendo de manifiesto que los accionistas bancarios con pérdidas más elevadas entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008 son

precisamente los de aquellos bancos con puntuaciones más elevadas en las escalas más reconocidas de buen gobierno corporativo.

La conclusión sobre la responsabilidad del gobierno corporativo en la actual crisis financiera estará condicionada por el significado que se atribuya a los términos de “buen gobierno”, en general y cuando se trata de entidades financieras en particular. La OECD (2009), a cuyas recomendaciones generales remite el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria cuando elabora sus propias recomendaciones sobre buen gobierno dirigidas a las entidades financieras, opina que: primero, los principios generales de buen gobierno elaborados por la Organización en 1999 y actualizados en 2004, siguen todos vigentes después de la crisis sin ser necesario revisarlos. Segundo, que los principios de buen gobierno se aplican por igual a empresas financieras y no financieras. Pero también hay quien opina que el buen gobierno corporativo de la empresa bancaria responde a parámetros distintos de los que generalmente se aplican a las empresas no financieras (Macey and O’Hara, 2003, Mülbert, 2009), circunstancia que deberían tener presente los reguladores y supervisores bancarios en su labor¹.

La polarización en las retribuciones de los altos directivos cuando se diagnostican las hipotéticas responsabilidades del gobierno corporativo de las entidades financieras, las discrepancias sobre el concepto de buen gobierno corporativo aplicable a los bancos y algunas evidencias empíricas a primera vista paradójicas, justifican algo más de atención sobre el tema planteado en este trabajo. Nuestra conclusión principal es que una visión del buen gobierno corporativo sobre la base de la protección de los intereses de los accionistas no es garantía suficiente de que los bancos invertirán de forma eficiente (creando riqueza privada y social) los fondos captados en forma de depósitos u otros pasivos. En otros términos, el buen gobierno corporativo desde los intereses de los accionistas bancarios tendrá, en general, un significado diferente al que se le atribuye desde los intereses de los órganos reguladores/ supervisores bancarios. Para desarrollar este argumento y derivar algunas implicaciones del mismo, la exposición posterior se organiza del siguiente modo. En el primer apartado se revisa el concepto de gobierno

¹ A raíz de la crisis de las punto.com a comienzos de este siglo se publican varios trabajos sobre el gobierno corporativo de los bancos, especialmente en las revistas de Estabilidad Financiera editadas por Bancos Centrales, donde en todos ellos se destaca la singularidad de este tipo de empresas. Véase Macey y O’Hara (2003) desde Estados Unidos, Salas Fumás (2003) desde España, Devriese, Dewatripont, Haremans y Nguyen (2004) desde Bélgica, Sauerzopt (2007) desde Austria.

corporativo en general y en el segundo se revisa el significado de buen gobierno cuando se trata de entidades financieras. El apartado tercero se centra en algunos aspectos particulares del debate sobre gobierno corporativo y crisis que consideramos importante analizar. Las conclusiones cierran el trabajo.

El gobierno corporativo.-

El gobierno corporativo, o *corporate governance*, remite habitualmente a los mecanismos a través de los cuales se toman las decisiones en organizaciones complejas cuyo funcionamiento requiere una especialización entre órganos que asumen responsabilidades de *gestión*, y otros distintos que asumen responsabilidades de *control* (Fama y Jensen, 1983). Una de las organizaciones más representativas donde se establecen sistemas de gobierno separando en órganos distintos las funciones de control y las funciones de gestión, es la empresa capitalista moderna que cotiza en bolsa. El número y heterogeneidad de los titulares de las acciones de las empresas cotizadas es tan grande que resulta impracticable el ejercicio regular de los derechos de decisión sobre los activos de la sociedad que recaen en el colectivo de accionistas, haciéndose necesaria una delegación de poder de decisión en órganos ejecutivos de tamaño más reducido y con personas profesionalmente competentes. De este modo, los órganos colectivos, como la asamblea de accionistas y el consejo de administración, asumen funciones de control, y el equipo de dirección asume la función de gestionar la compañía.

El gobierno corporativo de las sociedades mercantiles cotizadas será más o menos adecuado en función de que consiga un correcto equilibrio entre la función de control, que vela para que las decisiones de asignación de recursos se concreten en proyectos que van a dar una rentabilidad para los accionistas que les compense por el coste de oportunidad en que incurren, y la función de gestión, a la que le corresponde identificar posibles estrategias a seguir y ser diligente en la puesta en práctica de las que han sido aprobadas por la asamblea o el consejo. Un control excesivamente riguroso restará capacidad de iniciativa a los órganos de gestión, mientras que un control excesivamente laxo permitirá que la dirección de la sociedad destine recursos a iniciativas que respondan a intereses personales ajenos a los de los accionistas. En cualquier caso, el

gobierno corporativo debe transmitir la suficiente confianza a los accionistas para que aporten fondos con los que financiar los proyectos de inversión, a un coste razonable (Shleifer y Vishny, 1994, Becht y otros, 2004).

En términos algo más académicos, el gobierno corporativo surge de la consideración de la empresa como un nexo de contratos entre diferentes propietarios de recursos que, con el propósito de reducir costes de transacción, sustituye a un esquema de contratos multilaterales donde todos y cada uno de los propietarios de recursos contratan a la vez con todos los demás (Jensen y Meckling, 1976). Si los contratos que vinculan a los distintos propietarios de recursos con la empresa fueran completos, la colaboración se limitaría a ejecutar las instrucciones contenidas en el contrato, atendiendo a cada contingencia que se manifiesta y que, por el hecho de tratarse de contratos completos, estaría ya prevista en el contrato. Sin embargo, en la realidad, y por los elevados costes de transacción a que llevaría articular la colaboración alrededor de la empresa sólo con contratos completos, la colaboración incluye también a contratos incompletos. Estos últimos, por sus características, incluyen un marco general sobre los términos de la colaboración juntamente con el mecanismo a través del cual se tomarán las decisiones cuando ocurran contingencias no anticipadas en el contrato.

En este contexto, el gobierno corporativo se refiere precisamente a los mecanismos que se combinan para el ejercicio de los derechos residuales de decisión previstos en el mecanismo de gobierno. Una de las primeras valoraciones del gobierno corporativo será, por tanto, el grado en que asegura la congruencia entre los incentivos de quienes ostentan los derechos de decisión y los objetivos que se quieren conseguir con la colaboración empresarial. Así se explica que, en general, quienes ostentan los derechos residuales de decisión reciban como contrapartida por su colaboración en la tarea colectiva una renta también residual, es decir, la resultante después de haber satisfecho las contrapartidas pactadas con terceros. En la sociedad de capitales los depositarios de los derechos de decisión son los accionistas y en consonancia con lo anterior la retribución de los accionistas se concreta en la renta residual que llamamos beneficio².

² La existencia de derechos residuales de decisión describe un entorno de contratos incompletos que propician una negociación posterior al momento en que se realizan las inversiones productivas, sobre el reparto de las rentas que corresponden a los activos específicos invertidos en la producción (cuasi-rentas). Desde esta perspectiva el gobierno corporativo incluye las restricciones y partícipes que condicionan la

Nos encontramos, por tanto, que en la empresa societaria concurren unos propietarios de recursos (proveedores de bienes intermedios, trabajadores, acreedores financieros,...) que se vinculan con ella a través de contratos en los que se cede el derecho a utilizar los recursos a cambio de una contrapartida pactada de antemano, y otros (los accionistas) que ostentan los derechos residuales de decisión y reciben a cambio una contrapartida determinada como residuo o diferencia entre los ingresos y los pagos comprometidos. Al ocupar el último lugar en la prioridad para recibir contrapartidas a cambio de los recursos que aportan, los accionistas arriesgan más y son más vulnerables a las decisiones que se toman y en definitiva más vulnerables al funcionamiento general de los mecanismos de gobierno. De ahí que el buen gobierno corporativo se juzgue habitualmente a partir del grado de protección efectiva que proporciona a los accionistas ajenos a la gestión. Puesto que estos accionistas sólo participan de los activos y rentas generadas por la actividad empresarial por la repercusión que estos tienen sobre el precio de las acciones que poseen, el buen gobierno corporativo será aquel que orienta la gestión de la empresa a la maximización del valor de mercado de las acciones. Esta aproximación al buen gobierno corporativo se desentiende de los intereses del resto de propietarios de recursos, distintos de los accionistas, que colaboran a través de la empresa, no porque se consideren irrelevantes para el éxito final de la colaboración, sino porque se presupone que están protegidos por medio de los contratos.

La incorporación de criterios de bienestar social en la valoración de los sistemas de gobierno corporativo está justificada cuando concurren en su ámbito de aplicación circunstancias que pueden crear conflictos entre actuaciones dictadas por el interés privado, maximización del beneficio, y las que resultarían bajo criterios de interés social. Las circunstancias a que nos referimos incluyen: la protección, a través de contratos ex ante, de los intereses de los distintos grupos de interés que colaboran en la empresa, distintos de los accionistas que ostentan los derechos de decisión residuales, es imperfecta y la colaboración podría no materializarse con la consiguiente pérdida de riqueza; las decisiones bajo el criterio de hacer máxima la riqueza de los accionistas dan lugar a efectos externos más allá de los colectivos directamente implicados en la colaboración con capacidad de contratar; cuando la actividad empresarial da lugar a un

negociación (Zingales, 2008). El gobierno corporativo incide en la eficiencia de la colaboración porque influye en los incentivos a invertir ex ante en los activos específicos.

reparto injusto o éticamente inaceptable por las normas sociales vigentes de la riqueza creada. Para calificar como bueno o menos bueno a un determinado sistema de gobierno corporativo cuando pueden concurrir en su aplicación alguna de estas circunstancias, se necesita disponer de un criterio distinto al de si el gobierno en cuestión alinea o no las actuaciones de la empresa con los intereses de los accionistas. Tirole (2000) propone integrar la teoría del gobierno corporativo en la economía del bienestar y considera que el gobierno corporativo debe asegurar que las decisiones de la empresa respondan al objetivo de hacer máximo el bienestar social.

Esta doble perspectiva sobre los fundamentos conceptuales del gobierno corporativo, la de la contratación privada y la protección de los intereses de los accionistas como fin último a perseguir, y la de los costes de transacción, los efectos externos y la equidad distributiva, se pone de manifiesto en la redacción de los códigos de buen gobierno que rigen en los distintos países. El Código Unificado vigente en España se decanta explícitamente por la visión contractual de la empresa como eje director de las recomendaciones, dejando para las instancias públicas la intervención legislativa orientada a proteger intereses generales. En los últimos años la visión contractual de la empresa se ha ampliado para dar cabida dentro del gobierno corporativo a la llamada *responsabilidad social de la empresa (RSC)*. La RSC reconoce que existen fuerzas del mercado que llevan a las empresas a incorporar ciertos efectos externos en sus decisiones de maximización del beneficio con lo cual los intereses privados y los intereses sociales se acercan. El auge de la RSC en los últimos años no ha impedido que conflictos entre interés privado e interés social en los ámbitos social, medio ambiental y económico se hayan hecho más visibles y más agudos. La necesidad de mantener el estudio del gobierno corporativo en el ámbito de la economía del bienestar, como sugiere Tirole, no ha desaparecido y en el caso de la empresa bancaria es, si cabe, cada vez más evidente, como veremos en el apartado siguiente.

Gobierno corporativo y bancos.-

Los bancos son entidades que emiten títulos en los mercados de valores y por ello se encuentran sometidos a las normas de gobierno corporativo, de carácter legal y voluntario (estas últimas formando parte de los códigos de buen gobierno), que rigen

para cualquier empresa con títulos cotizados. Para que los bancos merezcan una atención especial, en cuanto a las características y exigencias de su gobierno corporativo, deben concurrir en ellos rasgos diferenciados de especial relevancia como para justificar un tratamiento conceptual y normativo distinto al que se aplica a empresas emisoras de otros sectores³. ¿Cuáles son estos rasgos?

Probablemente el más determinante tiene que ver con la propia naturaleza del negocio bancario que consiste en captar depósitos para conceder préstamos. Esta función de los bancos significa, en primer lugar, que cualquier banco tendrá una estructura financiera altamente apalancada con una relación deuda (depósitos, bonos y otros títulos de deuda) sobre capital propio, muy por encima de la habitual entre las empresas no financieras. En segundo lugar, los depositantes son, en gran parte, inexpertos en materias de control y evaluación de riesgos además de muy numerosos y difíciles de coordinar por ellos mismos para emprender actuaciones conjuntas. Tercero, los bancos proporcionan liquidez a los depositantes de manera que, en una parte al menos, aquellos tienen garantizada la plena disposición de los saldos en sus cuentas de depósitos en cualquier momento. Cuarto, los bancos sostienen el sistema de pagos de una economía, lo que les convierte en un soporte básico para el buen funcionamiento de todas las transacciones que se activan en la producción y la venta. Quinto, los bancos tienen encomendada una misión de control del capital que se concreta en valorar los riesgos que contraen con la concesión de préstamos, fijarles un precio acorde de los mismos y velar por el cumplimiento de los pagos de intereses y principal pactados en los contratos de deuda.

La consecuencia de una estructura financiera altamente apalancada, unida a la condición de persona jurídica bajo responsabilidad limitada que adopta la entidad bancaria, es que entre los accionistas propietarios del banco aparezcan oportunidades de obtener ganancias a través de asumir riesgos excesivos en los activos invertidos. Por asunción de *riesgos excesivos* se entiende que la empresa invierta en proyectos que responden al objetivo de crear riqueza para los accionistas pero que destruyen riqueza colectiva. Tal situación puede producirse por la conjunción en un mismo proyecto de responsabilidad limitada, que limita las pérdidas de los accionistas que deciden sobre el proyecto al capital aportado, de un elevado riesgo (elevada volatilidad en los pagos de manera que

³ Véase Prowse (1997), Mülbert (2009), además de las referencias de la nota 1.

las pérdidas están acotadas pero las ganancias pueden ser muy elevadas) y de un elevado endeudamiento (los acreedores comparten las pérdidas con los accionistas pero sus ganancias se limitan a recuperar el principal y cobrar los intereses pactados). El proyecto financiado íntegramente con fondos propios que aportan los accionistas no llegaría a financiarse porque tiene un valor actual neto negativo, pero con suficiente financiación ajena entra en el interés de los accionistas aprobarlo porque las rentas que extraen a los acreedores compensan por exceso la pérdida por invertir en un proyecto con valor actual neto negativo (cuando se suman las pérdidas y ganancias de acreedores y de accionistas). El apéndice contiene una ilustración numérica de los incentivos de los accionistas a asumir riesgos excesivos⁴.

Los bancos son conscientes del riesgo al que quedan expuestos como acreedores de las personas a las que conceden crédito, por la inclinación de los prestatarios a invertir los fondos prestados en proyectos de alto riesgo, y tienen la suficiente competencia técnica como para actuar en consecuencia. De ahí que se considere una buena práctica bancaria no sobrepasar ciertos límites en el endeudamiento de los prestatarios, pedir garantías adicionales a los activos de las empresas en régimen de responsabilidad limitada, y/ o incorporar cláusulas en los contratos de deuda que restringen la discrecionalidad en el destino de los fondos prestados. Pero los bancos son a su vez acreedores, entre otros de los titulares de las cuentas de depósito. En principio, corresponde a los depositantes y al resto de acreedores tomar las precauciones necesarias para que los bancos no expongan a riesgos excesivos los fondos que les entregan en depósito o en otra modalidad de deuda, es decir asegurarse que el banco cumplirá los compromisos pactados en la operación. Sin embargo es realista anticipar que los depositantes, pequeños, dispersos e inexpertos, actuando además bajo serios problemas de acción colectiva, difícilmente se implicarán en costosas actividades de control sobre los bancos para proteger sus intereses. Lo esperable es que el mercado de depósitos bancarios que hoy conocemos dejaría de existir si su funcionamiento fuera el de un mercado totalmente libre por la falta de confianza de los depositantes en las entidades financieras.

⁴ En Dewatripont y Tirole (1994) puede encontrarse una exposición más técnica y detallada de la inclinación a la asunción de riesgos excesivos como fundamento y sus implicaciones para la regulación bancaria.

Por otra parte, el contrato de depósito incorpora el derecho a la liquidez inmediata de los fondos depositados, con o sin penalización dependiendo del tipo de depósito. La intermediación financiera que presta a plazos medios o largos con pasivos líquidos afronta el riesgo de que demandas masivas de recuperación de depósitos no puedan atenderse por falta de liquidez de los activos en los que están invertidos. Ante la posibilidad de que se generen demandas masivas de liquidez por parte de los depositantes, bien en un banco concreto o bien de forma generalizada en muchos bancos cuando surge algún hecho que generaliza un estado de desconfianza, el funcionamiento del sistema bancario requiere de mecanismos de provisión masiva de liquidez que eviten pánicos y amenacen la estabilidad de todo el sistema financiero.

La regulación y supervisión a que se somete a las entidades bancarias responde al objetivo de proteger a los depositantes y de este modo conseguir que el mercado de depósitos bancarios sea un mercado activo; las instituciones competentes en estas materias se convierten así en representantes de los acreedores bancarios y especialmente de los depositantes. Las garantías públicas a los saldos de depósitos hasta una cierta cantidad, forman parte de la red de protección pública establecida. La necesidad de una regulación y supervisión bancaria no depende de que los bancos tengan separadas en órganos diferentes las funciones de gestión y control o las tengan concentradas en un accionista propietario; es decir, son igual de necesarias cuando la propiedad accionarial de los bancos está concentrada en una persona, que además tiene plenos poderes ejecutivos, o la propiedad esté dispersa y la gestión profesionalizada y separada de esa propiedad. Los conflictos entre actuaciones de los bancos que responden al interés privado de quienes deciden y los objetivos que se esperan alcanzar desde el interés general trascienden al conflicto tipificado como problema de agencia entre accionistas y directivos. Aun en el supuesto de que los mecanismos de gobierno corporativo pudieran resolver totalmente el problema de agencia entre accionistas y directivos de la empresa bancaria, el conflicto entre intereses de los depositantes/ acreedores e intereses de los accionistas por los incentivos a asumir riesgos excesivos y los efectos externos de los pánicos bancarios, seguirían intactos.

La regulación y supervisión bancaria se superponen a los mecanismos de gobierno corporativo articulados con el propósito de alinear los intereses de accionistas y directivos, de manera que podría hablarse de una superestructura de gobierno

corporativo de las entidades bancarias en la cual la regulación y la supervisión ocupan un determinado lugar. Desde esta perspectiva, el calificativo de buen gobierno corporativo de las entidades bancarias se otorgaría teniendo en cuenta la efectividad de la regulación y la supervisión en corregir las disfunciones que las justifican. Es decir, una buena o mala regulación / supervisión bancaria se juzgarán como parte de una buena o mala gobernanza, en el sentido propuesto por Tirole (2000) de contribuir o no a hacer máximo el bienestar social.

Para contribuir al objetivo de bienestar social en el marco de las características que definen al negocio bancario la regulación y supervisión bancaria disponen de diferentes cauces de intervención: influir sobre la estructura de los mercados de productos bancarios para evitar una competencia destructiva, y mantener así un valor relativamente alto de la franquicia bancaria que reduzca la inclinación a asumir riesgos⁵; ejercer una regulación prudencial en forma de límites a las restricciones crediticias y/ o requisitos mínimos de capital, acordes con el riesgo contenido en los activos del balance; imponer estándares mínimos de buenas prácticas en la composición y funcionamiento de los mecanismos de gobierno corporativo. Por otra parte, cuando las restricciones y recomendaciones no se respetan, la autoridad reguladora/ supervisora tiene la potestad de tomar el control de la entidad, reemplazando a los accionistas y a los órganos de gobierno que los representan, en términos parecidos a los que la ley Concursal otorga el control de la empresa a los acreedores cuando se incumplen los compromisos pactados en los contratos de deuda. En un trabajo anterior nos ocupamos de la intersección entre regulación y supervisión bancaria y gobierno corporativo con un análisis pormenorizado de cada uno de estos ámbitos de actuación (Salas Fumás, 2003). Ahora nos limitaremos a valorar algunos aspectos que han adquirido especial relevancia en la crisis reciente.

Algunas valoraciones del gobierno de la empresa bancaria a partir de la experiencia de la crisis financiera actual

Centraremos la atención en experiencias de la crisis actual para los accionistas bancarios (quiénes se han visto perjudicados más o menos), para los directivos (en el centro del

debate por la relación que se ha establecido entre sus retribuciones y las causas de la crisis), para los depositantes y acreedores (a quienes se han dirigido las principales ayudas) y para distintas formas de negocio bancario y forma de propiedad de las empresas (con especial atención a las cajas de ahorros en España).

Accionistas bancarios ganadores y perdedores en la crisis.-

Una de las manifestaciones más visibles de la actual crisis financiera ha sido la pérdida generalizada de valor de los activos reales y financieros y de modo especial el desplome en las cotizaciones bursátiles de empresas en distintos sectores de actividad. Sin embargo dentro de una tendencia negativa en los precios de los activos ni en todos los sectores ni en todas las empresas de un mismo sector el comportamiento del valor económico de los activos ha sido igual. El estudio de los factores que pueden explicar la dispersión observada en las consecuencias de la crisis entre sectores de actividad y entre empresas ofrece enseñanzas interesantes sobre las causas de la misma. Estos estudios resultan especialmente relevantes para las entidades financieras pues se les atribuye un protagonismo destacado entre los agentes que han llevado a la situación actual. Entre ellos seleccionamos uno (Beltratti y Stulz, 2009) que resulta útil para comprender la posible responsabilidad de la asunción de riesgos excesivos por parte de las entidades financieras, a la que nos referimos en el apartado anterior.

Beltratti y Stulz se preguntan porqué en unos bancos los accionistas han soportado pérdidas mayores que en otros durante el periodo comprendido entre junio de 2007 y diciembre de 2008, todavía en plena resaca de las turbulencias que provoca la quiebra de Lehman Brothers. Para responder a la pregunta calculan la rentabilidad bursátil (por variación de precios y dividendos) en el periodo de tiempo seleccionado para una muestra de bancos cotizados en los mercados de valores de distintos países del mundo. Posteriormente relacionan la rentabilidad de cada banco con características de las propias entidades, de los países de origen y del marco institucional y regulatorio bajo el que desarrollan su actividad. Entre los resultados encontrados destacan, a los efectos de la presente exposición, primero, que la rentabilidad de los accionistas bancarios en el periodo está negativamente relacionada con los indicadores al uso que miden el buen

⁵ Sobre competencia en los mercados de productos y asunción de riesgos véase Keeley (1990) y Salas Fumás y Saurina (2003).

gobierno corporativo de los bancos de la muestra; y segundo que la rentabilidad para los accionistas es mayor en los bancos que operan desde países con regulaciones más estrictas de los requerimientos de capital y con supervisores más independientes. Dejaremos para otros el análisis de la relación observada entre rentabilidad y marco regulatorio/ supervisor, y nos centraremos aquí en la relación entre gobernanza de la empresa bancaria y rentabilidad.

La evidencia empírica muestra que los bancos mejor gobernados a priori, es decir los bancos donde la composición y funcionamiento de los órganos de gobierno se adecua mejor a lo que se consideran buenas prácticas en el sentido de que alinean la gestión del banco en la dirección de los intereses de sus accionistas, son los bancos que han proporcionado mayores rentabilidades negativas a sus accionistas entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008. Entre los estándares de buen gobierno que computan para evaluar la calidad del sistema de gobierno corporativo se incluye el sistema de retribuciones utilizado para proporcionar incentivos y retener a los equipos de dirección de las entidades y a los consejeros que forman parte de los órganos de control. Por tanto los bancos que puntúan alto en buen gobierno son los que adoptan sistemas retributivos que determinan una relación intensa entre variación de la rentabilidad de los accionistas y variación de la riqueza de los directivos. Todo esto lleva a la conclusión de que sería de esperar que los bancos con mejor gobierno corporativo fueran también los bancos con unas decisiones encaminadas de forma más decidida a hacer máximo el valor económico de las acciones y en definitiva a maximizar la rentabilidad de los accionistas.

La evidencia de que los bancos con mejores sistemas de gobierno corporativo, en los términos descritos, son los bancos que más pérdidas producen entre sus accionistas cuando llega la crisis suscita algunas paradojas. Por ejemplo, cómo es posible que se califique de bueno a un sistema de gobierno que da lugar a las pérdidas más altas para los accionistas. O cómo se explica que una orientación tan marcada a la maximización ex ante del valor de mercado de las acciones termine dando peor rentabilidad ex post para los accionistas que otras entidades con un comportamiento menos orientado a la maximización ex ante de la rentabilidad. Para responder a estas paradojas digamos, primero, que la calidad del gobierno corporativo de las entidades con mayores pérdidas para sus accionistas estaba avalada por el hecho de que hasta la llegada de la crisis, es decir, en periodos anteriores, la correlación entre calidad del gobierno corporativo y

rentabilidad ex post de los accionistas fue fuertemente positiva y por tanto no se suscitó duda alguna sobre la validez del índice de calidad utilizado en las mediciones. Segundo, las decisiones que se toman bajo el criterio de hacer máximo el valor económico de las acciones no coinciden en general con aquellas para las cuales la probabilidad de resultados negativos es nula o muy baja. La instrumentación del criterio se traduce en la práctica en invertir sólo en proyectos para los cuales se estime un valor actual neto esperado positivo en cuyo cálculo intervienen los flujos de caja atribuidos a los estados de naturaleza favorables y los flujos atribuidos a los estados desfavorables, ponderados por las respectivas probabilidades que se atribuyen a los sucesos.

Las aparentes paradojas no lo son del todo y tienen explicaciones desde la racionalidad individual. Una explicación plausible de la evidencia aportada por el estudio que comentamos es que las entidades bancarias que más intensamente están buscando la maximización del valor de mercado de las acciones son precisamente las que están asumiendo riesgos excesivos en sus inversiones, de acuerdo con la interpretación que dimos a estos términos en la sección anterior. La alta rentabilidad de los accionistas de las entidades con mayor calidad en su gobierno corporativo podría ser compatible con inversiones que destruyen riqueza total pero al mismo tiempo aprovechan resquicios regulatorios para aumentar hasta límites extremos su apalancamiento y por esa vía extraer ex ante suficientes rentas de los acreedores como para compensar holgadamente el valor actual neto negativo de los proyectos de inversión. El endeudamiento cada vez más alto aumenta la volatilidad ex ante de la distribución de rentabilidad de las acciones con posibles ganancias muy elevadas pero también con la posibilidad de incurrir en pérdidas elevadas. Todo ello creando efectos externos sobre la exposición al riesgo del conjunto del sistema financiero que cada entidad individualmente deja fuera de su proceso de decisión pero que termina afectándole cuando los escenarios negativos terminan por materializarse. Llegado ese momento las pérdidas se revelan más elevadas para los que ex ante tenían un portafolio de inversiones con un riesgo financiero mayor.

Nuestra conjetura es, por tanto, que la evidencia de que los bancos con mayor calidad en el gobierno corporativo son los que más pérdidas han causado a sus accionistas es a la vez evidencia de que en la gestación de la crisis se han creado condiciones para que las entidades financieras asumieran riesgos excesivos buscando hacer máxima la rentabilidad de los accionistas a costa de inducir pérdidas en los acreedores. Lo que es

más difícil de saber es si la regulación y la supervisión bancaria eran conscientes de la dinámica generada o, por el contrario, atribuían las elevadas rentabilidades de las entidades financieras hasta 2007 a una buena gestión en el sentido de estar creando verdadera riqueza neta para el conjunto de la sociedad. La frase de Alan Greenspan sorprendiéndose de que los mecanismos de autorregulación no hubieran protegido lo suficiente a los accionistas, las manifestaciones del Presidente Obama pidiendo más activismo de los accionistas en las decisiones sobre retribución de los accionistas, así como las del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la misma dirección pero esta vez pidiendo implicación al consejo de administración, son indicios de que no se es del todo consciente de la problemática de la asunción de riesgos excesivos que afecta de forma singular a las entidades financieras. Si nuestro razonamiento es correcto, la mayor implicación de los accionistas en el control de las actuaciones de los directivos no va a atenuar la inclinación a sumir riesgos excesivos por parte de las entidades financieras sino a estimularlas. La premisa de que la crisis financiera se origina en parte porque fallan los mecanismos de buen gobierno corporativo, en el sentido de que los directivos actúan a espaldas de los intereses de los accionistas, no se corresponde con la evidencia empírica ni tampoco está fundamentada por un razonamiento lógico que lleve a la conclusión de que la maximización del valor de mercado de las acciones bancarias de lugar a conductas alineadas con la maximización del valor económico de los activos de estas entidades y, menos aun, que de lugar a conductas alineadas con el interés general.

Retribución de los directivos.-

Las retribuciones de los directivos de las entidades financieras, tanto por los criterios que se siguen para determinar la cantidad a percibir, como por las cifras tan elevadas de compensación a que han dado lugar en los años previos a la crisis, han sido consideradas como uno de los resultantes del gobierno corporativo que más han influido en las conductas arriesgadas de las entidades.

La controversia alrededor de la retribución de los directivos forma parte destacada del estudio del gobierno corporativo de las empresas⁶. Para algunos autores son los propios directivos los que se auto-asignan las retribuciones a percibir y las modalidades bajo las

que se realizan los pagos (por ejemplo opciones sobre acciones de la empresa). Bajo este punto de vista la explicación de las prácticas retributivas de las empresas está en el grado de discrecionalidad bajo el que actúan los directivos y el poco control que tienen sobre ellos los accionistas propietarios. Otros autores, en cambio, consideran que las retribuciones de los directivos las determina el consejo de administración en nombre de los accionistas y buscando que la conducta de la empresa se oriente a hacer máximo el beneficio, siempre sujeto a las condiciones de información asimétrica bajo las que se reproduce la relación entre accionistas y directivos. Las elevadas retribuciones y la forma como se perciben se explican por la globalización de los mercados, por la intensificación de la competencia y por la disputa entre las empresas por conseguir los servicios profesionales de los equipos directivos más competentes. Las diferentes posiciones sobre cómo se fijan las retribuciones de los directivos llevan consigo también diferentes explicaciones sobre la relación de causa efecto entre retribuciones y crisis financiera. Por ejemplo, Kaplan (2009) se refiere a las elevadas pérdidas que han soportado los altos directivos de las entidades financieras en la actual crisis financiera, inexplicable desde la premisa de que los propios directivos hubieran elegido el sistema de retribuciones en su propio interés⁷.

La recomendación de buen gobierno en materia de retribuciones es que los directivos de la empresa reciban una parte de ésta en forma de pago variable condicionado a los beneficios o al valor de mercado de las acciones, las variables de resultados que los accionistas desean maximizar. Un sistema retributivo por el cual los directivos comparten con los accionistas los beneficios o su capitalización, puede considerarse como parte de un acuerdo entre directivos y accionistas acerca de cómo retribuir los servicios profesionales de los primeros cuando actúan en nombre de los segundos. La retribución de los directivos resulta, por tanto, del reparto de las rentas residuales que pertenecen a los accionistas y estos deciden cómo utilizarlas para incentivar a los directivos que gestionan la empresa en su nombre. Bajo esta interpretación, la retribución de los directivos es el resultado de un contrato que rige las condiciones de una transacción entre accionistas y directivos y de la que la persona jurídica de la empresa queda excluida totalmente (hasta el punto que las opciones sobre acciones o la

⁶ Véanse a modo ilustrativo las diferentes posiciones sobre el tema de Bebchuk (2009) y Kaplan (2009).

entrega de acciones no se contabilizan como costes de la empresa). Que la retribución de los directivos sea más o menos alta atañe únicamente a los accionistas que voluntariamente deciden cuanta renta quieren compartir con los directivos. Además, si la parte de renta que se entrega a los directivos está fijada de antemano unos sueldos de los directivos “excesivos” se explicará porque los accionistas han recibido también una compensación elevada y por tanto el juicio de valor debe aplicarse tanto a un colectivo como al otro.

La valoración que se ha hecho de las prácticas de retribución extendidas entre los directivos de las entidades financieras, a varios niveles, es que han favorecido unos resultados a corto plazo y por ello es de suponer que han perjudicado a los de largo plazo; el favorecer el corto plazo llevaría a los riesgos excesivos a que aludimos anteriormente. En el contexto de una reflexión sobre gobierno corporativo resulta también importante distinguir entre si los supuestos excesos son consecuencia de que los propios directivos se aplican a si mismos sistemas de retribución que son contrarios a los intereses de los accionistas, y tal vez también para el interés general; o si los sistemas retributivos responden a las preferencias de los accionistas y entonces sólo cabe preguntarse si la elección de las retribuciones bajo el criterio de hacer máximo el valor de las acciones lleva o no a sistemas de retribución alineados con el interés general.

Para avanzar en el análisis resulta relevante, en cualquier caso, clarificar el alcance de la afirmación por la cual bajo determinados esquemas retributivos se prima el corto sobre el largo plazo en el momento de tomar decisiones. Supóngase una retribución variable que incluye la entrega a los directivos de acciones de la empresa. El sesgo hacia el corto plazo que se deriva de esta práctica se justifica en que la dirección de la empresa se guiará por el precio inmediato de las acciones al tomar las decisiones porque estima que es el precio al que las va a vender. Pero, ¿cómo se determina el precio corriente de las acciones de una empresa en el mercado? En teoría al menos, el precio condensa las expectativas sobre los dividendos presentes y futuros que esperan recibir los tenedores de la acción, más las primas por hipotéticas operaciones de control. En la determinación

⁷ Kaplan se apoya a su vez en las evidencias aportadas por Fahlenbrach y Stulz (2009) de las cuales no es del todo concluyente que la retribución de los directivos haya tenido responsabilidad en la crisis financiera.

del precio intervienen las expectativas sobre las rentas futuras que resultarán de las decisiones de hoy y por tanto, aunque el horizonte de posesión de las acciones por el directivo sea corto, no puede ignorar que el precio al que se realice esa venta estará influido por los beneficios futuros a que darán lugar decisiones de hoy, pues el hipotético comprador de las acciones lo tendrá en cuenta al decidir cuando está dispuesto a pagar por ellas. Supóngase que el directivo que va a recibir las acciones como parte de la compensación tiene dos alternativas de inversión, una en la que los flujos de caja positivos empiezan ya el segundo año y otra en la que los flujos de caja positivos se retrasan hasta el año diez. Si se sigue el criterio de hacer máximo el valor económico de la empresa la elección entre una alternativa u otra no depende del momento en el tiempo en que comienzan a producirse los flujos de caja positivos sino del valor presente descontado de los flujos para todos los años de vida económica del proyecto. ¿Puede sesgarse la decisión del directivo por el hecho de que reciba acciones que podrá vender a partir del año dos? En principio no, pues el directivo tendrá incentivos para informar al mercado de que el proyecto que decide poner en marcha es el que tiene un mayor valor presente de los flujos de caja porque es la forma de que el aumento en el precio inmediato de las acciones sea también el mayor, de los dos posibles.

Es verdad que el razonamiento del párrafo anterior está basado en el supuesto implícito de que el mercado financiero es eficiente, en el sentido de que traslada al precio de las acciones el valor presente neto de los proyectos de inversión que ponen en marcha las empresas. La eficiencia del mercado, en los términos descritos, es por supuesto discutible como premisa de partida, pero si el mercado no es capaz de recompensar, a través de un mayor aumento en el valor de las acciones, a la empresa cuyos flujos de caja positivos se generan dentro de diez años que a la empresa que elige proyectos con flujos a dos años, teniendo en cuenta que el valor presente de los primeros es superior al de los segundos, entonces las dificultades de las empresas que cotizan en bolsa para invertir en los proyectos que tienen un valor actual neto positivo más alto, y no los que generan flujos de caja más inmediatos, trasciende al problema de decidir cómo se retribuye a los directivos

Un tema distinto es que detrás de la supuesta miopía temporal exista realmente un problema de información asimétrica o, más aun, de información privilegiada. Es decir,

un directivo podría condicionar su decisión sobre los proyectos de inversión a poner en marcha, en función de si las acciones que recibe como parte de su compensación las puede vender a partir del momento que las recibe o después de tres años, si tiene información privada sobre acontecimientos que van a hacerse públicos dentro de dos años (por ejemplo) y que van a condicionar los resultados de la empresa en años sucesivos. Incluso podría tomar decisiones, aprovechándose de la ignorancia de los inversores, que alteran a su favor el precio inmediato de las acciones a sabiendas que si el mercado las conociera el resultado sería el opuesto y el precio corriente de las acciones descendería. Si se acepta la hipótesis de que la discreción de los directivos es tan amplia como para que puedan actuar de forma dolosa mientras están realizando su trabajo, estaría justificado esperar hasta el momento en que abandona la empresa (o incluso algunos años más) para hacer una valoración global de la calidad de su gestión, en lugar de que la misma se valore año a año. Sin embargo, esta propuesta debe ponderarse, primero, por lo que supone el mantener un mercado de valores cuando se acepta como inevitable que quienes dirigen las empresas que cotizan en el mismo son impunes a la discrecionalidad con la que actúan. Y segundo, por la ineficiencia cuando se trata de crear incentivos al esfuerzo de los directivos, que podría incorporar un modelo retributivo que acumula sucesivas perturbaciones aleatorias sobre los resultados empresariales hasta el momento en que los directivos abandonan la empresa. En todo caso, cuando los accionistas salen perjudicados de los abusos en que incurren los directivos al aprovechar la información privilegiada que poseen, es de esperar que tomen medidas para que los mecanismos y los órganos de gobierno traten de evitarlas.

Cuando los accionistas anticipen comportamientos desleales entre los directivos de la empresa los mecanismos de control interno se reforzarán e impondrán penalizaciones elevadas para quienes los practican y sean descubiertos. Pero el funcionamiento normal de las empresas requiere distinguir entre conductas de los directivos que pueden significar el incumplimiento de su deber de diligencia (tomar las decisiones que su juicio empresarial considera mejores para los objetivos de la empresa pero que no dan los resultados esperados), y conductas que deliberadamente buscan un beneficio propio en detrimento del patrimonio de la empresa y de sus accionistas. El juicio empresarial de quien decide no es infalible pero tampoco es verdad que cualquier resultado negativo de la empresa es atribuible a comportamientos dolosos. Lo recomendable, desde el buen gobierno corporativo que alinea intereses de directivos y accionistas, es que la

compensación de los directivos se diseñe buscando, sobre todo, el encauzar las acciones diligentes de los directivos hacia el objetivo de crear riqueza para los accionistas. La lealtad debe preservarse a través de mecanismos de auditoría y control interno y deben contemplar sanciones para los infractores suficientes como para disuadirlos de actuar de forma desleal.

Pero las compensaciones de los directivos de las entidades financieras no deben valorarse sólo desde la perspectiva de alinear intereses con los de los accionistas. Por lo dicho en el apartado segundo, sobre el conflicto de intereses entre accionistas y acreedores, no debe extrañar que los accionistas vean en los sistemas de incentivos que incorporan al sistema de retribución de los directivos, un medio para inducir riesgos excesivos y obtener rentas por la vía de extraérselas a los acreedores. Por otra parte, los accionistas, al decidir sobre los sistemas de incentivos a utilizar para los equipos directivos no van a internalizar los efectos externos en forma de inestabilidad financiera que puedan derivarse de sus decisiones. A través de una retribución que incluye la entrega de opciones sobre las acciones de la empresa los directivos tienen limitadas las pérdidas, si los estados de la naturaleza son desfavorables, y obtienen ganancias sin límites si son favorables. Las opciones sobre acciones dan lugar a una distribución claramente asimétrica de la variable aleatoria (incluso más asimétrica que la distribución de pagos para el propio accionista) que describe los pagos que pueden percibir los directivos en función de los resultados de la empresa, de manera que la ganancia mínima es cero (no ejecutar la opción cuando las realizaciones de la variable aleatoria son bajas) y la máxima ilimitada. Por tanto, las opciones sobre acciones hacen más atractivos para los directivos de la empresa proyectos con mayor riesgo (más dispersión en los pagos posibles) de forma parecida a lo que ocurre cuando son los accionistas quienes deciden directamente.

Es el interés de los accionistas por implantar sistemas de incentivos que inducen riesgos excesivos en las decisiones de los directivos, y por tanto contrarias al interés general, lo que debe tomarse como punto de partida en cualquier iniciativa de reforma regulatoria o legal en materia de retribuciones de los directivos de las entidades financieras. Ahora ya no se trata de mejorar el gobierno corporativo con el fin de aumentar la protección de los accionistas sino de evitar los efectos externos sobre acreedores (que en realidad repercuten en toda la sociedad cuando a los acreedores se les garantizan los depósitos)

de actuaciones orientadas a hacer máximo el valor económico de las acciones. Diferenciar entre las iniciativas regulatorias y/ o supervisoras que buscan colaborar con los accionistas para conseguir un mejor funcionamiento del gobierno corporativo en su sentido más convencional, y las iniciativas que pretenden resolver el conflicto entre acreedores y accionistas, resulta más que recomendable para alcanzar los objetivos de bienestar social que se persiguen. En este sentido, las propuestas de reforma que van en la dirección de limitar la aplicación de sistemas retributivos de alta intensidad entre los directivos de las entidades financieras (con impuestos especiales para las primas que superen una determinada cantidad por ejemplo) pueden resultar ineficaces si tenemos en cuenta que los accionistas tienen otros mecanismos además de las retribuciones, para influir en la conducta de los directivos. La recomendación que se desprende de todos estos análisis es que las reformas deben orientarse a limitar la inclinación a asumir riesgos excesivos por parte de los accionistas para que estos pongan en marcha a su vez medidas, por la vía de las retribuciones o no, que fomenten un mayor conservadurismo entre los directivos (Salas Fumás, 2009).

Depositantes y otros acreedores bancarios en la crisis.-

Los pasivos bancarios ajenos incluyen principalmente a los titulares de cuentas de depósito y ahorro, depositantes, y a otros acreedores que financian a las entidades comprando bonos, deuda subordinada, participaciones preferentes,..., emitidos por ellas. La asunción de riesgos excesivos por parte de accionistas y directivos que toman decisiones sobre los activos del balance las entidades, afecta a todos los acreedores aunque las garantías públicas no protegen a cada colectivo por igual. La regulación y supervisión bancaria, incluido el seguro de depósitos, garantiza la recuperación de los saldos de las cuentas de depósito, hasta un cierto montante, frente al riesgo de insolvencia o quiebra de los bancos; los restantes acreedores no están cubiertos por el seguro de depósitos ni están directamente representados por los órganos de regulación y supervisión para la defensa de sus intereses; en otras palabras la protección de sus intereses se somete a las normas generales que dicta la legislación Concursal o similares. ¿Cuál ha sido la experiencia de los acreedores bancarios en la presente crisis?

El crecimiento de los activos de los balances bancarios en los últimos años hasta el estallido de la crisis, ha ido acompañado de un elevado apalancamiento financiero (el

capital y las reservas han perdido peso en el pasivo total del sistema bancario) dentro del cual la financiación a través de emisiones en los mercados de deuda ha ganado peso relativo a la financiación de través de depósitos a la vista y a plazo. A lo que debe añadirse la expansión de los pasivos de fuera de balance que se crean a través de más o menos complejas operaciones de titulización. Si el diagnóstico de la crisis es que pudo haberse desencadenado por un endeudamiento excesivo, habremos de convenir que los mercados de deuda bancaria fueron incapaces de disciplinar a las entidades permitiendo que sus ratios de apalancamiento excedieran los niveles razonables. Los fallos de estos mercados se han repartido entre intereses perversos y/o incompetencia profesional de las agencias de rating, o de los propios directivos que compraban innovadores productos financieros sin saber exactamente el tipo de producto que compraban y el riesgo que llevaban incorporados. Entrar en el fondo del tema para saber si fue la laxitud regulatoria y supervisora, la codicia de las personas implicadas, la incompetencia de los profesionales implicados (totalmente desvinculada de las elevadas retribuciones que perciben), la consecuencia de extraer todas las ganancias posibles del juego de la transmisión de riesgos a los acreedores,..., la causa última detrás de un apalancamiento que se revela excesivo cuando se llega a un convencimiento generalizado de que los activos están sobrevalorados (explosión de la burbuja inmobiliaria), está fuera de nuestro objetivo en este trabajo⁸.

Sí resulta obligada la referencia a las consecuencias que ha tenido la crisis para los titulares de la deuda emitida por las entidades financieras. Con la quiebra de Lehman Brothers los acreedores de esta entidad soportan las pérdidas por unos activos que valen menos que la deuda contraída por Lehman con terceros. Parecía que los titulares de la deuda, que tenían su propia responsabilidad en el elevado nivel de endeudamiento, iban a soportar las consecuencias. Pero la inestabilidad financiera internacional que se crea a partir de la decisión de consentir la quiebra de Lehman hace que las autoridades políticas y regulatorias de los países más desarrollados cambien su criterio sobre los pasivos bancarios que están dispuestos a proteger frente a los riesgos de quiebra que se ciernen sobre las entidades financieras. En una iniciativa coordinada se decide que a partir de ese momento no van a producirse más quiebras de entidades financieras,

⁸ McKinsey Global Institute (2010) contiene un análisis detallado del endeudamiento elevado de entidades financieras, familias y empresas en el mundo desarrollado que se revela a partir del momento en

especialmente las consideradas sistémicas, de manera que en la práctica todos los acreedores, no solo los depositantes, reciben garantías públicas de recuperación de la deuda concedida y los intereses correspondientes. La consecuencia final ha sido que, hasta la fecha, la pérdida de riqueza que han soportado los acreedores bancarios en la crisis ha sido muy menor, al menos en Europa. Cuando los acreedores se saben protegidos por garantías públicas de la asunción de riesgos excesivos por directivos y accionistas, se mostrarán menos precavidos ante la posibilidad de que la deuda que suscriben termine financiando proyectos de alto riesgo y, en definitiva, tolerarán niveles de apalancamiento más elevados. La dejación de funciones de los mercados de deuda para disciplinar las decisiones de apalancamiento de los bancos cuando el banco está protegido de una eventual quiebra, obliga a un mayor activismo de los reguladores o supervisores bancarios que, o bien toman iniciativas para prevenir mejor o incluso limitar el riesgo, por ejemplo aumentando las exigencias de capital regulatorio o poniendo límites a las inversiones de alto riesgo, o bien hacen más creíble la amenaza de que, llegado el caso, se procederá a la quiebra y liquidación de la entidad con activos cuyo valor económico sea inferior al de las deudas con terceros.

Una mención particular merece, en este contexto, la consecuencia de la crisis para los titulares de valores emitidos por las entidades financieras bajo el concepto de híbridos, entre la deuda pura y las acciones ordinarias, que entran en el cómputo de los niveles de capital regulatorio de primer o segundo nivel (participaciones preferentes, obligaciones convertibles y deuda subordinada,). En teoría, los títulos que computan como recursos propios deben de perder valor, al igual que ocurre con las acciones ordinarias, cuando los resultados de la entidad que los emite son negativos. Una forma de conseguir ese objetivo es que a medida que los activos de una entidad financiera pierdan valor, esa pérdida se vaya trasladando a los pasivos híbridos que computan como capital, en consonancia con el papel que formalmente juegan de absorber pérdidas antes de que estas lleguen a los acreedores ordinarios. En la reciente crisis no puede decirse, en general, que haya sido así de manera que implícita o explícitamente la protección y

que la crisis hace descender el valor de los activos que respaldan la deuda, compara la situación actual con la de experiencias pasadas y desgrana posibles escenarios futuros.

garantía pública se ha extendido en la práctica a todos los pasivos bancarios por igual, ya sean deuda ordinaria o híbridos⁹.

Cuando la protección de los acreedores se instrumenta a través de iniciativas públicas que aseguran la continuidad de la actividad de la empresa bancaria se protegen también los intereses de los accionistas. En efecto, si el Estado da garantías a la deuda pero permite que la entidad quiebre el valor de las acciones será cero, mientras que si la entidad continúa su actividad el precio de la acción disminuirá como consecuencia de unos menores beneficios y dividendos pero no llegará a cero. La pérdida de puestos de trabajo, incluidos los de puestos de alta dirección, también es de esperar que sea menor en caso de continuidad del negocio que en caso de quiebra desordenada. Todo esto significa que si bien la consecuencia final es que accionistas y directivos de las entidades financieras, en principio responsables de las decisiones que han llevado al endeudamiento excesivo y a la inestabilidad financiera general, continúan en sus puestos manteniendo el control de las decisiones y percibiendo la parte más importante de las ganancias que se producen cuando llega la recuperación. Esto parece claramente injusto que sea así pero no debe perderse de vista que no es el resultado realmente buscado por los Estados que intervienen para evitar un colapso del sistema financiero, sino una consecuencia indirecta de iniciativas que se ponen en marcha con el propósito de proteger a los acreedores y mantener activa la red capilar de entidades financieras necesarias para que la actividad económica pueda transcurrir con normalidad¹⁰. Cuando se habla de ayudas a la banca no debe pensarse que los únicos beneficiarios son los accionistas y los altos directivos sino todos los acreedores y dentro de ellos las personas y familias que tienen sus ahorros en depósitos u otros títulos emitidos por los bancos. La eficiencia y la equidad de las diferentes formas de instrumentar las ayudas sí deben ser objeto de debate y discusión, aunque parece recomendable que en el mismo la eficiencia y la equidad se analicen por separado.

Modelos de negocio y formas de propiedad de la empresa bancaria en la crisis.

⁹ Raro es el poseedor de participaciones preferentes y de deuda subordinada de bancos europeos que haya experimentado pérdidas, a pesar de las dificultades de solvencia de la entidad.

¹⁰ En cualquier caso, algunas intervenciones públicas se han saldado de forma inmediata o en un plazo relativamente breve en el cambio de los principales directivos y en la dilución sustancial de los accionistas.

La industria bancaria, como cualquier otra, es dinámica y evoluciona en el tiempo como resultado de las actuaciones estratégicas de los agentes participantes en la misma, en un terreno de juego delimitado por la competencia y la regulación. Los fallos que afectan al funcionamiento de los mercados financieros como consecuencia de los elevados costes de transacción en que se incurriría si la protección de los agentes tuviera que conseguirse sólo a través de la contratación privada, justifica que los mercados financieros, y en particular los mercados de depósitos bancarios, hayan estado sometidos a la regulación y a la supervisión pública desde hace mucho tiempo. El funcionamiento de estos mercados en un periodo concreto no puede desvincularse de las regulaciones a que han estado sometidos. El proceso de formación de los mercados, las conductas de los agentes en los mismos y las consecuencias finales se describen más o menos como sigue: Cuando el funcionamiento del mercado se considera insatisfactorio se ponen en marcha procesos de reforma en la regulación vigente con el propósito de mejorar los resultados. Generalmente la regulación anterior condicionó la conducta de los agentes y se desarrolló un modelo de negocio ajustado al objetivo de maximizar el beneficio sujeto a la regulación vigente. Con la nueva regulación se cambian las reglas de juego y las conductas/ modelos de negocio que maximizan el beneficio en la nueva situación serán diferentes a las que se aplicaron bajo la regulación anterior. Como es muy difícil que los mecanismos de regulación se diseñen anticipando todos los posibles comportamientos de los agentes lo más probable es que, pasado algún tiempo, la regulación deba modificarse de nuevo porque surgen conductas no previstas que llevan una vez más a resultados insatisfactorios. Y así sucesivamente.

Siguiendo esta lógica de juego estratégico dinámico entre reguladores y agentes que buscan hacer máximo su beneficio privado, algunos analistas han explicado la crisis actual como el resultado de la regulación que se puso en marcha en Estados Unidos en los años ochenta como respuesta a la crisis de las Savings and Loan (King, 2009), basada en tres pilares principales: expansión de las titulizaciones, fijación de las exigencias de capital ajustado por el riesgo, y aplicación de la contabilidad a valor de mercado¹¹.

¹¹A través de las titulizaciones se busca desvincular los préstamos hipotecarios a largo plazo de la financiación a través de depósitos a corto plazo, de manera que estos préstamos se venden a compañías de seguros y otras entidades que están en mejores condiciones que los bancos para mantener activos a largo plazo en su balance. El Acuerdo de Basilea de 1988 estandariza la forma de calcular el capital regulatorio entre países (de manera que se evite la competencia desleal entre entidades sometidas a diferentes

Los productos financieros que se comercializan con los préstamos hipotecarios como colateral, alimentaron una burbuja en el mercado de la vivienda de manera que cuando esta burbuja explota, coincidiendo con el tránsito a una política monetaria más restrictiva, los títulos emitidos se convierten en activos tóxicos, con las consiguientes amenazas de quiebra que activan la intervención pública de todos conocida. Por otra parte, las regulaciones en términos de capital ajustado por riesgo estimularon la titulización porque la ingeniería financiera consiguió que las hipotecas sub-prime terminaran recibiendo una calificación AAA, disminuyendo las necesidades de capital regulatorio de forma muy marcada frente al que hubiera sido necesario de no haber existido la titulización. La armonización internacional y su arbitraje por parte de las entidades hizo que esta vía de reducir el capital y aumentar la rentabilidad de los fondos propios, se extendiera y las hipotecas titulizadas que se emitían en Estados Unidos resultaran atractivas para los bancos de cualquier país. Finalmente, cuando los bancos empiezan a vender las hipotecas titulizadas a bajos precios porque necesitan recomponer sus balances, estos precios se convierten en “precios de mercado”; la contabilidad a precios de mercado exige que las entidades ajusten el valor de los títulos en balance atendiendo a esos precios y reconozcan las pérdidas cuando los precios caen, con lo cual la posición de capital se deteriora aún más, aumentando las ventas y generando mayores caídas de precios en una espiral que llevó hasta la suspensión de la contabilidad a valor de mercado para cortarla¹².

La exposición de los acontecimientos que resumen el proceso que ha llevado a la crisis actual se resume en la comparación entre dos modelos de negocio bancario, el modelo tradicional y el modelo de originar para distribuir. El modelo tradicional de negocio bancario capta depósitos y concede préstamos que permanecen en el balance de la

regulaciones de capital nacionales, en un momento en que se percibe una seria amenaza competitiva por parte de los bancos japoneses, al igual que ocurre en industrias no financieras) y además lo hace buscando que el capital exigido resultante esté basado en el riesgo asumido. Finalmente, en la contabilidad a valor de mercado los reguladores ven la ventaja de tener una visión más fiel de la situación económico-financiera de las entidades, que la que proporciona el valor histórico y, de esta forma, identificar con antelación a las entidades insolventes.

¹² Laux y Goethe (2009) analizan la incidencia de la contabilidad a precio de mercado sobre los resultados de los bancos en USA y concluyen de que no hay evidencia empírica de que esta práctica contable haya contribuido de forma significativa a la actual crisis financiera. Borio et al (2009) argumentan en sentido contrario: la contabilidad a valor de mercado precipitó la intervención de las autoridades. Sería de esperar que las entidades financieras anticiparan las consecuencias de la contabilidad a precios de mercado, por

entidad financiera hasta su cancelación por el prestatario original. En la versión más pura del modelo tradicional los préstamos se conceden en función de la capacidad del prestatario para generar rentas recurrentes suficientes con las que pagar el principal y los intereses; aunque el valor de mercado del activo financiado es un colateral que da más seguridad al prestamista y contribuye a reducir el riesgo del crédito, no es determinante para la decisión sobre conceder el préstamo o no hacerlo. El modelo de originar para distribuir, en cambio, gira alrededor de las titulizaciones y las innovaciones financieras que buscan precisamente evitar que préstamos a largo plazo, como los préstamos hipotecarios para la compra de vivienda, tengan que financiarse con depósitos a corto plazo, además de aprovechar al máximo las oportunidades de diversificación que ofrece un mercado financiero cada vez más global y sofisticado. La crisis financiera ha puesto de manifiesto las debilidades del modelo de originar para distribuir, sobre todo por inducir apalancamientos excesivos, y es de esperar que ello signifique una cierta recuperación del modelo tradicional. Sin embargo deducir que la crisis actual supone el fin de la banca de inversión, principal ejecutora del modelo de originar para distribuir, es todavía prematuro.

El sistema bancario español participa sólo en parte de las reglas de juego que han dominado el mercado bancario en los países anglosajones y, a través de la armonización internacional de las regulaciones de capital, de otros países desarrollados. Los bancos y cajas españoles expanden los activos de su balance a través de una gran actividad crediticia en promoción y construcción inmobiliaria y préstamos hipotecarios para la compra de viviendas. Los depósitos bancarios son insuficientes para la financiación de estos créditos y las entidades tienen que acudir a la financiación a través de los mercados con emisiones de títulos de deuda y con operaciones de titulización. La banca española no ha sido compradora activa de los títulos emitidos por la banca de inversión internacional, en parte porque la supervisión del Banco de España no permite rebajar las exigencias de capital para estos títulos y, por tanto, pierden el atractivo que sí tienen para los bancos de otros países. Además, las operaciones de titulización de préstamos concedidos por los bancos españoles han sido poco complejas y se han realizado de forma que el banco que origina el préstamo mantiene la responsabilidad principal de gestionar la recuperación del principal en caso de impago

ejemplo sus efectos sobre la volatilidad de los beneficios, en sus decisiones de inversión y financiación ex ante.

por el prestatario. Finalmente, los préstamos concedidos y mantenidos en los balances bancarios no se han visto afectados por la implantación de la contabilidad a valor de mercado porque no existe un precio de mercado de referencia para ellos, como ocurre con los activos financieros comprados en operaciones de titulización¹³.

El modelo de negocio dominante en España en la última expansión del sector se sostiene en la expectativa de renovar la financiación en los mercados de deuda que se emitió en la fase de fuerte expansión crediticia. Las emisiones se realizaron a plazos medios y largos lo que ha evitado importantes problemas de liquidez para las entidades cuando los mercados mayoristas se han cerrado como consecuencia de la crisis, pero las renovaciones de deuda serán por volúmenes cada vez más elevados en los próximos años. Al mismo tiempo, la crisis económica que acompaña a la crisis financiera está repercutiendo en un descenso en los precios de los activos inmobiliarios, disminuyendo el valor de las garantías asociadas a los préstamos bancarios con dicho colateral. Otra característica del modelo de negocio español es que los préstamos se realizan a tipo variable lo que significa que las empresas y familias soportan los riesgos de subida o bajada de tipos de interés. De este modo las entidades financieras se protegen frente a oscilaciones en los tipos de interés de referencia que marca la política monetaria pero el riesgo se traslada a las empresas y familias que soportan las oscilaciones en los precios de los activos y en los pagos de intereses que acompañan a los cambios en la política monetaria. De ahí que la evolución en los próximos meses de las condiciones monetarias en la zona Euro, adquieran especial relevancia para la recuperación económica en España y con ella para la estabilización de su sistema bancario.

La experiencia de la banca española en la crisis tiene un componente adicional que merece ser considerado aparte, como es la diversidad institucional que la caracteriza al contar con entidades de diferente forma de propiedad compitiendo en condiciones similares en los mismos mercados: bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. El experimento natural permite una reflexión sobre la relevancia de la forma de propiedad, y gobierno, de las entidades financieras en la gestación y desarrollo de la crisis. Se dice que las cajas no tienen propietarios y el gobierno corporativo que les

¹³ Otro aspecto de la regulación y supervisión bancarias en España que debe tenerse en cuenta a la hora de valorar las singularidades de la crisis en el caso español es la llamada “provisión estadística” (Saurina, 2009).

aplica está lastrado por esta circunstancia, aunque esta apreciación es sólo correcta en parte. Las cajas tienen propietarios en cuanto que es posible identificar órganos de las propias entidades (asamblea general de la entidad, consejo de administración y comisión de control) e instituciones públicas (Comunidades Autónomas) en las que recaen derechos residuales de decisión, uno de los derechos que otorga la institución de la propiedad. Lo que diferencia a las cajas es que quienes ejercen esos derechos de decisión no pueden percibir compensación o retorno alguno, ni tampoco pueden transferir los derechos a su voluntad. Por otra parte, los nombramientos de las personas que forman parte de los órganos desde donde se ejerce el derecho residual a decidir (que es parte de los derechos que otorga la propiedad, aunque no el único) se realizan de acuerdo con lo establecido por la Ley. De tal manera que en la legislación española, los miembros de los órganos de gobierno de las cajas proceden, en proporciones diferentes y variables según la Comunidad Autónoma, de nombramientos realizados por el colectivo de depositantes/ impositores, trabajadores, entidad fundadora, municipios donde la caja tienen abiertas oficinas y Parlamentos de la Comunidad Autónoma donde la caja tienen la sede social.

El modelo de gobierno compartido entre representantes de diferentes colectivos, ninguno de los cuales arriesga una parte de su riqueza personal en el ejercicio de los derechos de decisión que le otorga el puesto que ocupa, ofrece la apariencia de una función de control relativamente débil lo que significa una elevada discrecionalidad de los equipos directivos para llevar a cabo su función de gestión. Es decir, la valoración a primera vista del modelo de gobierno de las cajas de ahorros es que da lugar a un desequilibrio entre las funciones de control y de gestión, con más peso de la segunda que la primera; el modelo de negocio de las cajas debería reflejar esta realidad si realmente es diferente de la que a priori cabe suponer para los bancos, con un gobierno corporativo más ortodoxo y por tanto para el que se espera más equilibrio entre control y gestión. En este sentido, es de esperar que los órganos de gobierno de las cajas sometan a menos presión a los directivos para que actúen haciendo máximo el valor económico de los activos de la entidad. En realidad resulta difícil anticipar cuál puede ser la fuerza directriz resultante de los intereses que están representados en los órganos de gobierno de las cajas y las consecuencias que ello pueda tener sobre las estrategias y el modelo de negocio que implantan los equipos de dirección.

Ante este diagnóstico de las diferencias formales entre propiedad/ gobierno de bancos y cajas habría que esperar bastantes diferencias entre los modelos de negocio de unas entidades y otras que a su vez deberían ser más visibles en periodos de crisis como el actual. Sin embargo, el comportamiento competitivo de bancos y cajas en España y sus respectivos modelos de negocio no son tan diferentes y si la diferencia existe debería decantarse por el lado de que las cajas tienen un modelo de negocio más conservador que los bancos comerciales (en la medida en que estos inequívocamente buscan maximizar el beneficio). Así podría explicarse que las cajas han acumulado en los últimos años más préstamos en los sectores de construcción y promoción inmobiliaria y tienen más créditos concedidos con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda que los bancos comerciales, préstamos que en el momento en que fueron concedidos se percibían como de menor riesgo que los concedidos a empresas no financieras (distintas de las de construcción y promoción inmobiliaria), donde los bancos comerciales tienen mayor presencia. Es verdad que después se ha demostrado que las actividades de construcción y promoción inmobiliaria no eran tan seguras como se había creído y que en un primer momento las cajas de ahorros muestran mayor morosidad que los bancos comerciales, pero las tasas de morosidad se han ido igualando a medida que la crisis ha afectado a empresas de otros sectores de actividad y a los préstamos al consumo.

Para explicar la convergencia entre los modelos de banca de cajas y de bancos en España en los últimos años, es preciso incorporar al análisis la fuerza homogeneizadora de la competencia en los mercados de productos. Esta competencia ha sido especialmente intensa en estos últimos años en mercados con productos relativamente homogéneos como los depósitos y las hipotecas para la compra de vivienda, de manera que, independientemente de cual fuera la forma de propiedad y de gobierno, las entidades que operan en estos mercados se han visto obligadas a políticas agresivas de maximización de beneficios como forma de mantenerse en el mercado. La primera lección que se extrae de la experiencia de la banca española en la crisis es que la presión de la competencia entre entidades en los mercados de productos se convierte en un elemento homogeneizador de los modelos de negocio para entidades que formalmente operan bajo formas de propiedad y de gobierno muy diferentes¹⁴.

¹⁴ Una segunda lección es que la intensidad competitiva no es ajena a la estabilidad del sistema bancario en el medio plazo.

Donde las diferencias entre bancos y cajas en España se están mostrando más relevantes es en la respuesta de unos y otras ante la necesidad de ajuste ante la situación creada¹⁵. La intensa competencia entre entidades en un mercado en expansión, en parte por la agresividad de las políticas comerciales de las entidades, ha derivado en un exceso de capacidad; además la renovación de la financiación proveniente de los mercados en los próximos años exigirá unos balances más diversificados y unos altos niveles de solvencia en las entidades para conseguirla. Estas circunstancias exigen ajustes en forma de reducción de capacidad y concentración de la capacidad resultante en menor número de entidades de mayor tamaño. La resistencia de los grupos de interés que participan en el control de las cajas y concentran los derechos de propiedad a los ajustes pone de manifiesto que el modelo de propiedad y gobierno que permite una convergencia entre los modelos de negocio de las cajas y de los bancos, llegado el momento de los ajustes para asumir las consecuencias que se derivan del modelo elegido, se demuestra mucho más inoperante para abordar los cambios con agilidad y eficacia.

La lección aprendida de cómo transcurre el ajuste en respuesta a la crisis en España es que la valoración de un modelo u otro de propiedad y gobierno de las entidades financieras debe hacerse no sólo por las consecuencias que tiene para el comportamiento de las entidades en condiciones normales del negocio, sino que debe tenerse también en cuenta el comportamiento que se desencadena ante las situaciones adversas y la asunción de responsabilidades por las decisiones tomadas. En este sentido, ante posibles reformas futuras, surgen dos planteamientos diferentes. Uno de ellos consistiría en introducir reformas que aumenten la capacidad de ajuste de las entidades ante las situaciones adversas, por ejemplo, como algunos sugieren, dando poder efectivo a los cuota partícipes con representación y poder de voto en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros; con ello se incorpora a esos órganos un colectivo que sí arriesga parte de su patrimonio con los resultados de la entidad y estará dispuesto a arriesgar más cuando las circunstancias lo requieran si, a cambio, recibe más capacidad de control y de influencia sobre los equipos directivos. El otro camino consiste en acomodar la

¹⁵ Crespi y otros (2004) comparan la capacidad de disciplina del gobierno corporativo entre bancos y cajas en España a través de comparar la sensibilidad de la rotación de directivos y consejeros de unas entidades y otras a la evolución en sus resultados económicos. Los resultados empíricos muestran una nula sensibilidad de la rotación a los resultados económicos de las cajas y una relación significativa y negativa entre los bancos. La continuidad de directivos y consejeros de las cajas aparece aislada de los resultados económicos de sus entidades, observándose además que la disciplina de las cajas ante resultados económicos negativos actúa sobre todo por las vías de absorción de las cajas menos eficientes.

capacidad de asumir riesgos ex ante a la capacidad de ajuste que existe a posteriori. Hasta ahora se ha partido de la premisa de que las cajas pueden hacer lo mismo que los bancos y se ha llegado a una convergencia progresiva en las estrategias comerciales de todas las entidades. Tal vez ha llegado el momento de replantear la premisa y sustituirla por otra según la cual no es del todo deseable que las cajas y los bancos converjan hacia un mismo modelo de negocio (comportamiento ex ante) mientras se mantengan las condiciones actuales que implican una capacidad de ajuste diferente a posteriori para cada colectivo ante una misma perturbación externa¹⁶.

Consideraciones finales.-

El gobierno corporativo de las empresas comprende los mecanismos a través de los cuales la empresa se controla y se gestiona. Los agregados macroeconómicos son el resultado de la acumulación de decisiones de agentes individuales que responden a una racionalidad individual y que dan lugar a consecuencias colectivas más o menos deseables por lo que una lectura de la crisis, como resultado agregado, desde las bases del comportamiento individual de los agentes puede resultar aleccionadora. En su significado más habitual, el gobierno corporativo de una empresa se valora como bueno o malo en función del grado en que salvaguarde los intereses de los accionistas, propietarios últimos de la misma. La valoración de las prácticas y consecuencias de un modelo de gobierno corporativo determinado, desde el punto de vista social, deberá basarse en que su aplicación desencadene un comportamiento de la empresa alineado con los intereses del conjunto de la sociedad. Esto significa que un gobierno corporativo orientado a salvaguardar los intereses de los accionistas estará alineado con los intereses sociales en la medida en que la asignación de los recursos de la empresa bajo el objetivo de hacer máximo el valor económico de las acciones, lleve a decisiones que también hacen máximo el bienestar social. En este trabajo se recuerda que en las empresas bancarias concurren condiciones para que un buen gobierno corporativo, en su significado habitual, pueda merecer una calificación menos positiva cuando se juzga desde la maximización del bienestar social. La regulación y supervisión bancarias se justifican en buena parte en esta circunstancia, de tal manera que en el supuesto de que

¹⁶ Este argumento sirve también para justificar la histórica separación en Estados Unidos entre banca comercial y banca de inversión, de manera que a la primera que capta depósitos del público se le limitaba la posibilidad de participar en operaciones de mayor riesgo.

las empresas bancarias estuvieran controladas directamente por sus accionistas propietarios, lo que haría irrelevante su gobierno corporativo, la regulación y supervisión bancaria serían igual de necesarias que en la situación actual, donde las entidades financieras más representativas mantienen separadas las funciones de dirección y control en órganos diferentes.

Los conflictos entre intereses privados e intereses sociales que aparecen en los mercados de productos financieros y bancarios en particular son bien conocidos y tienen una naturaleza muy distinta de los que surgen como consecuencia de la separación entre funciones de control y funciones de gestión que es necesaria cuando la empresa adquiere cierta complejidad. La regulación y supervisión bancaria no puede ser indiferente a cómo se resuelve el equilibrio necesario entre control y gestión en las entidades pero el descubrimiento de que el conflicto entre accionistas y directivos está resuelto correctamente no debe llevar a la conclusión de que está resuelto también el conflicto entre interés privado e interés social. La recomendación debe ser que, en una primera instancia, la regulación y supervisión bancarias se analicen como si las entidades estuvieran gestionadas bajo el criterio de hacer máximo el valor económico de las acciones. Así se descubre el incentivo a asumir riesgos excesivos a que conduce la gestión bajo ese criterio, uno de los principales argumentos para que la actividad bancaria esté regulada y supervisada por organismos públicos y también la principal justificación para que cualquier reforma que se plantee para el futuro incida directamente sobre esta cuestión.

En ese objetivo de contrarrestar la tendencia a un excesivo endeudamiento, las actuaciones pueden ser de tres tipos que se refuerzan mutuamente: Aumentar las exigencias de fondos propios para las entidades, reforzar la implicación de los titulares de los pasivos híbridos en el control de los riesgos (a través de una conversión automática de los instrumentos híbridos en acciones de la entidad cuando se cumplan determinadas condiciones), y revisar el tratamiento fiscal de la financiación a través de deuda para familias y empresas. Mayores exigencias de recursos propios mínimo y la posible conversión en acciones de los pasivos híbridos, disminuyen el valor económico de los proyectos arriesgados para los accionistas y, por tanto, reducen el incentivo a asumir riesgos excesivos. Por otra parte, si los pasivos híbridos se reconocen como tales de manera que inequívoca e irrevocablemente los titulares de los mismos pierden

cualquier derecho como acreedores (percepción de intereses, devolución del principal,..) cuando la situación de solvencia de la entidad está amenazada, las entidades más endeudadas tendrán mayor dificultad para colocar las emisiones de híbridos y los suscriptores pondrán condiciones para que no se superen ciertos límites en el endeudamiento futuro. Las revisiones de la fiscalidad deben orientarse a conseguir la máxima neutralidad posible entre instrumentos que formen parte del capital regulatorio (por ejemplo reconsiderando la deducción de la base imponible del impuesto de sociedades de los intereses pagados a los híbridos) y, en general, a fomentar la neutralidad fiscal entre deuda y fondos propios en la financiación de la inversión por parte de empresas y familias.

Otra línea de avance podría ser la adopción de definiciones de gobierno corporativo algo más comprensivas que las habituales, en las que predomina la protección de los intereses de los accionistas. La prioridad de la defensa de los intereses de los accionistas en la definición del gobierno corporativo deja de estar justificada cuando los contratos no protegen adecuadamente los intereses de otros colectivos que colaboran a través de la empresa, entre los cuales los acreedores de la empresa bancaria son un caso paradigmático. Nuestro Código Unificado de buen gobierno corporativo recomienda una gestión orientada a hacer máximo el valor económico sostenido de la empresa. La interpretación que el propio código hace de esta recomendación en los apartados aclaratorios, es que la maximización del valor económico de la empresa lleva a las mismas decisiones que seguir el criterio de hacer máximo el valor sostenido de las acciones. Sin embargo esta equiparación no es del todo correcta pues, como ha sido ilustrado, encontramos proyectos que crean valor para los accionistas y que destruyen valor cuando se tiene en cuenta la riqueza conjunta de accionistas y acreedores.

La recomendación pertinente es que el valor económico de la empresa se entienda desde la perspectiva de hacer máximo el valor económico de los activos, lo cual significa, por ejemplo, que sólo se deben aceptar proyectos de inversión con valor actual neto positivo calculado a partir del conjunto de flujos de caja. Modigliani y Miller demostraron hace mucho tiempo la irrelevancia de la estructura financiera para el valor económico de la empresa. Esta demostración se ha cuestionado porque ignora imperfecciones creadas por condiciones de información asimétrica y por el tratamiento fiscal diferenciado de las rentas que retribuyen a los titulares de la deuda y a los de las acciones. No se trata de

prescindir de la diversidad de contratos financieros para responder a las imperfecciones de los mercados, pero sí de repensar la relevancia de la estructura financiera que tiene su origen en la fiscalidad. Asumir como punto de partida general la irrelevancia de la estructura financiera para el valor económico de los activos de la empresa, en la elaboración de los códigos de buen gobierno y, en especial, para los códigos dirigidos a las entidades financieras, supone un acercamiento en el significado que se atribuye a los términos “buen gobierno” en la gestión de las entidades y en los intereses que defiende la regulación y la supervisión bancaria.

Apéndice: Asunción excesiva de riesgos: un ejemplo ilustrativo.-

Considérese un proyecto de inversión, A, que con un desembolso de 100 euros ofrece la posibilidad de recibir a cambio 100 euros o recibir 120 euros con igual probabilidad. El proyecto B por su parte ofrece, para el mismo volumen de inversión, la posibilidad de recibir 50 euros o recibir 150 también cada uno con igual probabilidad.

El proyecto A ofrece una rentabilidad esperada del 10% ($(\frac{1}{2} 100 + \frac{1}{2} 120 - 100)/100$) mientras que la rentabilidad esperada del proyecto B es de -5% ($(\frac{1}{2} 40 + \frac{1}{2} 150) - 100)/100$). Tanto si la inversión se financia íntegramente con fondos propios o se financia sólo con fondos ajenos la elección entre los dos proyectos lleva a preferir A sobre B.

Supóngase ahora que la inversión inicial de 100 euros se financia con 20 euros de fondos propios y 80 euros de fondos ajenos y que la inversión se realiza desde una institución que opera bajo responsabilidad limitada, es decir los acreedores reciben el máximo entre 80 euros, el nominal del préstamo, y el valor de los activos invertidos.

Los pagos para accionistas y titulares de la deuda, acreedores, que resultan de la elección entre los proyectos A y B se presentan en el siguiente cuadro. Los números que se muestran en el cuadro ponen en evidencia dos consecuencias importantes del endeudamiento, el llamado efecto apalancamiento sobre la rentabilidad de los recursos propios y el efecto de la transferencia de riesgos.

Rentabilidad de los proyectos con financiación de 80 % deuda y 20 % fondos propios

	Accio	nistas	Acreedo	res
	Pro. A	Pro. B	Pro. A	Pro. B
Bien	40	70	80	80
Mal	20	0	80	40
Esperado	30	35	80	60
Renta.	50%	75%	0	-25%

Los accionistas obtienen ahora una rentabilidad esperada del 50% invirtiendo en el proyecto A, cuando si lo hubieran financiado íntegramente con fondos propios la rentabilidad esperada hubiera sido sólo del 10%. Sin embargo esta circunstancia no debería alterar el valor económico del activo en que se materializa la inversión porque, como ya sabemos desde Modigliani y Miller, el efecto del apalancamiento sobre la rentabilidad de la inversión con recursos propios tiene una contrapartida idéntica en el coste de la financiación porque el endeudamiento da lugar a un riesgo financiero, adicional al riesgo económico de la inversión (cuando la financiación del proyecto A se realiza sólo con fondos propios la rentabilidad oscila entre 10% y 0, mientras que con apalancamiento el rango de rentabilidades es 100% y 0).

La transmisión de riesgo desde los accionistas a los acreedores que permite el endeudamiento con responsabilidad limitada lleva a que los accionistas, que mantienen el poder de decisión sobre qué proyecto elegir, prefieran el proyecto B sobre el A porque B les ofrece un 75% de rentabilidad esperada para la aportación de 20 euros a la financiación del proyecto, mientras que la rentabilidad esperada de A es del 50%. La diferencia de rentabilidad, 25 puntos porcentuales entre B y A es justo la rentabilidad esperada negativa que obtienen los acreedores con la inversión en B.

Si la decisión sobre el proyecto de inversión financiado con 20% de fondos propios y 80% de deuda se realizara bajo el criterio de hacer máxima la rentabilidad conjunta de acreedores y accionistas la decisión sería elegir el proyecto A (la rentabilidad conjunta en el proyecto A es del 10% y en el proyecto B del -5%). Sin embargo si la elección del proyecto la realizan los accionistas bajo el criterio de hacer máximo el valor de las acciones el resultado será que se prefiere B sobre A. Con esa decisión se destruye riqueza total por valor del 5% de la inversión pero los accionistas consiguen capturar riqueza de los acreedores por un valor esperado de 20% con lo cual obtienen una ganancia positiva de 15 por 100 euros invertidos; como los accionistas aportan 20 euros para la financiación la rentabilidad sobre esta aportación sube hasta el 75%.

Si los accionistas delegan la decisión sobre el proyecto en directivos cuyos intereses están alineados con los de los propios accionistas (por ejemplo a través de una compensación en forma de opciones sobre acciones que dan derecho a una parte del valor final del proyecto) la decisión sería igualmente elegir el proyecto B. Para que los directivos eligieran el proyecto A la compensación debería ser de tal forma que las contrapartidas que reciben como consecuencia de las decisiones tomadas estuvieran correlacionadas con la riqueza conjunta de accionistas y acreedores o, lo que es lo mismo, con la maximización del valor económico de los activos invertidos sin considerar la forma como se financian.

Es de suponer que los acreedores conocen la exposición a pérdidas por transferencia de riesgos a que los somete la responsabilidad limitada y antes de acordar participar en la financiación pedirán garantías adicionales que neutralicen esas consecuencias negativas. En el ámbito de las entidades financieras, los acreedores más importantes son el colectivo de depositantes que, por sus características, tienen una capacidad operativa muy limitada para defender colectivamente sus intereses, ante lo cual las entidades financieras no podrían captar depósitos. La regulación y la supervisión bancaria tienen como objetivo proteger los intereses de los depositantes y activar este mercado.

BIBLIOGRAFIA

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2006). “Enhancing corporate governance for banking organizations”. BIS.

BEBCHUK, L. (2009). “Fixing banker’s pay”. *The Economists’ Voice*. Berkeley University Press. Noviembre, 1-7.

BECHT, M., BOLTON, P. y RÖEL, A. (2002). “Corporate governance and control”, *Finance Working Paper* nº 02, ECGI.

BELTRATTI, A. y STULZ, R. (2009). “Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation”. NBER, WP 1518.

BORIO, C., VALE, B., y von PETER, G. (2009) “Resolving the financial crisis: Are the lessons from the Nordics being heeded?”. Presentado en el Simposium de Moneda y Crédito. Madrid, Noviembre.

CRESPI, R., GARCIA CESTONA, M.A. y SALAS FUMÁS, V. (2004). “The Corporate Governance of Spanish Banks: Does Ownership Matter?” *Journal of Banking and Finance*, 28, 2311-2330.

DEVRIESE, J., DEWATRIPONT, M., HEREMANS, D. y NGUYEN, G. (2004). “Corporate governance, regulation and supervision of banks”. *Financial Stability Review*. Banco de Bélgica, 95-120.

DEWATRIPONT, M., y TIROLE, J. (1994). The prudential regulation of banks. Cambridge, MA. MIT Press.

- FAHLENBRACH, R. y STULZ, R. (2009). "Bank CEO incentives in the credit crises". NBER, W.P. 15212.
- FAMA, E. y JENSEN, M. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- JENSEN, M. y MECKLING, N. (1976). "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- KAPLAN, S. (2009). "Should banker pay be regulated?" *The Economists' Voice*. Berkeley University Press. Diciembre, 1-5.
- KEELEY, M. (1990). "Deposit insurance, risk and market power in banking" *American Economic Review*, 5, 1183-1200.
- KING, A. (2009). "The chess game of financial regulation". <http://www.finreg21.com/lombard-street/the-chess-game-financial-regulation>.
- LAUX, C. y LEUZ, CH. (2009) "Did Fair-Value-Accounting Contribute to the Financial Crisis?" *Journal of Economic Perspectives* (próxima publicación). Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1487905>
- MACEY, J. y O'HARA, M. (2003). "The corporate governance of banks". *Economic Policy Review*, 9, 91-108.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010). "Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences".
- MÜLBERT, P. (2009). "Corporate governance of banks". ECGI Law Working Paper 130/2009.
- OECD (2004). "Principles of corporate governance". OECD.
- OECD (2009). "Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages". Junio.
- PROWSE, S. (1997). "The corporate governance system in banking: What do we know?" *Banca del Lavoro Quarterly Review*, Marzo, 11-40.
- SALAS FUMÁS, V. (2003). "El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación". *Estabilidad Financiera*, 5, noviembre, 2003, 197-228, Banco de España.
- SALAS FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2003). "Deregulation, market power and risk behaviour of Spanish banks". *European Economic Review*, 47, 1061-1075.
- SALAS FUMÁS, V. (2009). "A favor de más peso del salario fijo en la retribución de los directivos de las entidades financieras". <http://www.crisi09.es/ebook/>.

SAURINA, J. (2009). "Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool". *Revista de Estabilidad Financiera*, 17, Noviembre, 11-26, Banco de España.

SAUERZOPF, P. (2008). "Corporate governance and credit institutions". *Financial Stability Report* nº16. Banco de Austria 135-148.

SHELEIFER, A. y VISHNY, R. (1997). "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, 52, 737-783.

TIROLE, J. (2001). "The concept of corporate governance". *Econometrica*, 69, 1-35.