



EL GOBIERNO DE LOS BANCOS: LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA¹

Vicente Salas Fumás *

Resumen

La valoración del gobierno corporativo desde los intereses de los accionistas, exclusivamente, da por supuesto que los intereses del resto de colectivos vinculados a la empresa están adecuadamente protegidos a través de los contratos, y que no existen efectos externos importantes para el conjunto de la sociedad. Este trabajo argumenta que estas condiciones no se cumplen para los bancos y, por ello, el buen gobierno corporativo de las entidades financieras tiene un significado diferente al del resto de sociedades mercantiles. Esta conclusión se demuestra relevante para comprender las causas de las crisis financieras y para el diseño de la regulación y la supervisión bancaria que trata de prevenirlas.

Abstract

Assessments carried out exclusively on the basis of the interests of corporate governance practices shareholders assumes that the interests of other collectives linked to the company are adequately protected through contracts and that there are no major external effects for society as a whole. This paper argues that these conditions are not fulfilled for banks and, therefore, the corporate governance of financial entities has a different significance and meaning than for other companies. This conclusion proves to be relevant when it comes to understanding the causes of financial crises and designing the banking regulatory and supervisory measures that aim to prevent them.

1. Introducción

Entre los muchos diagnósticos sobre las causas de la actual crisis financiera, uno que se repite con cierta insistencia vincula la crisis con una excesiva asunción de riesgos por parte de las entidades financieras en general, y de los bancos en particular. Las iniciativas de reforma del sistema bancario mundial, incluida la nueva regulación prudencial (*Basilea III*), tratan de corregir las causas que están en el origen de conductas que exponen a los bancos a riesgos elevados. Mejorar el gobierno corporativo de los bancos y otras entidades financieras, incluyendo lo que se refiere a las decisiones sobre el nivel y la composición de las retribuciones de los altos directivos, ocupa un lugar destacado en la agenda de reforma. El objetivo de este trabajo es, en primer lugar, explicar las singularidades que concurren en el gobierno corporativo de bancos y entidades financieras, relacionándolas con las conductas que llevan a asumir riesgos excesivos. En segundo lugar, el trabajo analiza la actual crisis financiera desde la perspectiva de los intereses y comportamientos de accionistas y acreedores de los bancos. Finalmente se valoran algunas propuestas de reforma a la luz de la definición de buen gobierno corporativo de las entidades financieras propuesta en el trabajo.

El gobierno corporativo entra de lleno en el debate sobre las causas de la crisis y las recomendaciones de reforma en 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. Algo más

* Universidad de Zaragoza.

¹ Este texto se basa en parte en la ponencia presentada en las XXXI Jornadas de la Abogacía del Estado (Madrid, 25 de noviembre de 2009).

tarde, la OCDE concluye que las deficiencias en el funcionamiento de los mecanismos de gobierno han tenido su responsabilidad en la crisis y en las consecuencias posteriores (OCDE, 2009). La unanimidad 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) donde se muestra que los accionistas bancarios que han soportado las mayores pérdidas entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008, son precisamente los de aquellos bancos que puntúan más alto en las escalas al uso sobre buen gobierno corporativo.

La conclusión sobre la responsabilidad o no del gobierno corporativo en la actual crisis financiera estará, lógicamente, 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 OCDE (2009), a cuyas recomendaciones generales remite el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria cuando elabora sus propias recomendaciones de buen gobierno dirigidas a las entidades financieras, opina: primero, que los principios generales de buen gobierno elaborados por la Organización en 1999 y actualizados en 2004, siguen todos vigentes después de la crisis y, por tanto, no hay necesidad de revisarlos. Segundo, que los principios de buen gobierno son aplicables por igual a empresas financieras y no financieras. Sin embargo, también sobre este punto hay discrepancia pues opiniones bien fundamentadas consideran que el gobierno corporativo de la empresa bancaria debe juzgarse a partir de estándares distintos de los que generalmente se aplican a las empresas no financieras (Macey y O'Hara, 2003; Mülbart, 2009)².

La polarización en las retribuciones de los altos directivos de los diagnósticos sobre el 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, sobre la relación entre características del gobierno corporativo de bancos y rentabilidad de los accionistas, son razones suficientes como para dedicar algunas reflexiones al gobierno de los bancos en el marco de la crisis financiera actual. La principal conclusión del ejercicio de reflexión es que una visión del buen gobierno corporativo que se limita a juzgar si los mecanismos de gobierno salvaguardan mejor o peor los intereses de los accionistas, es insuficiente e inadecuada para orientar políticas públicas que encaucen la conducta de los bancos hacia un uso socialmente eficiente de los fondos captados en forma de depósitos u otros instrumentos de deuda. En otros términos, el buen gobierno corporativo desde los intereses de los accionistas bancarios (maximización del beneficio o maximización del valor de las acciones) tendrá un significado diferente al que se le atribuye desde los intereses de los órganos reguladores/ supervisores bancarios (maximizar el bienestar social). 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 corporativo en general y en el segundo se revisa el significado de buen gobierno cuando se trata de entidades

² 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; y Sauerzopt (2007) desde Austria.



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 con una mirada hacia el futuro.

2. 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 gobierno corporativo de las sociedades mercantiles cotizadas se juzga en función de que consiga o no 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 hacer propuestas sobre la estrategia a seguir y llevar a la práctica de forma efectiva la estrategia ratificada por el consejo en su papel de órgano de control. 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 responden a intereses personales, ajenos a los de los accionistas. En cualquier caso, el gobierno corporativo debe transmitir a los accionistas la suficiente confianza como para que acepten financiar los proyectos de inversión de la empresa a un coste razonable (Shleifer y Vishny, 1994; Becht y otros, 2004).

105

El interés por el gobierno corporativo surge también de la consideración de la empresa como un nexo de contratos entre diferentes propietarios de recursos que se impone a tras formas de gobernar la colaboración (por ejemplo contratos multilaterales propios del mercado) entre especialistas por economía en los costes de transacción (Jensen y Meckling, 1976). El nexo común tiene personalidad jurídica propia y los agentes se vinculan a él con contratos que establecen un marco general sobre la colaboración pero con muchos vacíos sobre cómo se actuará ante contingencias concretas. La empresa se dota de un sistema de gobierno, entendido ahora como un mecanismo para tomar decisiones en circunstancias no anticipadas por el contrato incompleto. La propiedad de la empresa es una de las instituciones que otorga el derecho residual a decidir y los accionistas como propietarios ostentan ese derecho según los términos establecidos por las leyes y los estatutos correspondientes. Por razones de eficiencia la asignación del derecho residual a decidir se acompaña de una retribución en forma de renta residual (no precontratada) para quien los ostenta, que en el caso de los accionistas es el beneficio³.

³ 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). El gobierno corporativo, como mecanismo de decisión ex post incide en la eficiencia de la colaboración empresarial porque influye en los incentivos a invertir ex ante en los activos específicos.

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 generados y los pagos comprometidos. Al ocupar el último lugar en la prioridad para recibir contrapartidas a cambio de los recursos que aportan a la empresa, 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 (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 porqué se consideren irrelevantes para el éxito final de la colaboración, sino porque se presupone que están satisfactoriamente 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: a) situaciones donde 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 hasta el punto de hacer inviables colaboraciones que son potencialmente positivas en términos de creación de riqueza; b) casos en que 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; y c) cuando la actividad empresarial da lugar a un reparto injusto, o éticamente inaceptable por las normas sociales vigentes, de la riqueza creada. La teoría del gobierno corporativo forma parte de la economía del bienestar y el gobierno corporativo se juzga a partir de si asegura o no que las decisiones de la empresa se toman bajo el criterio de hacer máximo el bienestar social (Tirole, 2000).

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 propios de la economía del bienestar) 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* (RSE). La RSE 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 privado y social se acercan. Sin embargo la RSE no es suficiente como para esperar que el conflicto entre el interés privado y el interés social llegue a desaparecer o a perder significancia. Por ello el gobierno corporativo de la empresa en general y de la empresa bancaria en particular debe seguir estudiándose dentro del ámbito de la economía del bienestar.

3. 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 y de singular relevancia⁴. ¿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 entre deuda (depósitos, bonos y otros títulos de deuda) y fondos 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 el elevado número de depositantes de una misma entidad complica enormemente actuaciones colectivas en defensa de intereses comunes. 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 con ese riesgo y velar por el cumplimiento de los pagos de intereses y principal pactados en los contratos de deuda.

De la lista de rasgos singulares que concurren en la empresa bancaria, nos interesa destacar en esta exposición la inclinación de la empresa bancaria a asumir “riesgos excesivos” como resultado del alto apalancamiento y de la responsabilidad limitada. Veamos a través de un ejemplo ilustrativo el origen y el significado del riesgo excesivo⁵.

⁴ Véase Prowse (1997) y Mülbart (2009), además de las referencias de la nota 2.

⁵ 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.

3.1. 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 le 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 la Tabla 1. Los números que se muestran en la tabla 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.

La rentabilidad esperada de los accionistas invirtiendo en el proyecto A es ahora del 50%, cuando si lo hubieran financiado íntegramente con fondos propios la rentabilidad esperada hubiera sido sólo del 10%. El aumento de rentabilidad es consecuencia exclusivamente del efecto apalancamiento que, en este caso, aumenta a la vez la esperanza y la varianza de la rentabilidad (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). En teoría el valor económico del proyecto A no cambia sea cual sea la forma de financiarlo porque el aumento de rentabilidad esperada que permite el endeudamiento es exactamente la prima adicional que exigen los accionistas por el mayor riesgo que asumen al incorporar deuda a la financiación del proyecto.

Tabla 1.
Rentabilidad de los proyectos con financiación de 80% deuda y 20% fondos propios

	Accionistas		Acreedores	
	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%



Pero el resultado más destacable de la Tabla 1 es que si los accionistas son quienes deciden el proyecto de inversión, con la estructura de financiación propuesta, eligen el proyecto B porque les ofrece una rentabilidad esperada del 75% (con el A la rentabilidad es del 50%). La preferencia por el proyecto B por parte de los accionistas se explica porque B tiene un riesgo mayor que el proyecto A pero los accionistas transfieren parte de ese riesgo a los titulares de la deuda. Ello es así porque la responsabilidad limitada permite a la empresa no devolver la deuda en los estados de naturaleza menos favorables, mientras que cuando los estados de naturaleza son favorables los acreedores reciben exactamente la deuda y el interés, y los accionistas se quedan con todas las ganancias elevadas. Puesto que los accionistas tienen acotadas sus pérdidas al capital aportado pero las ganancias pueden ser ilimitadas, para una estructura financiera dada los accionistas prefieren proyectos de mayor riesgo a proyectos de menor riesgo. Por otra parte, para un riesgo dado prefieren más endeudamiento a menos endeudamiento.

El “riesgo excesivo” aparece cuando, como ocurre en esta ilustración, los accionistas ganan con el proyecto arriesgado y los acreedores pierden, de manera que en conjunto se llega a una pérdida esperada neta negativa para el conjunto de acreedores y accionistas. El proyecto B tiene un valor actual neto negativo cuando se suma la riqueza de accionistas y acreedores y, a pesar de ello, los accionistas terminarían eligiéndolo porque la pérdida de riqueza por ese valor actual neto esperado negativo queda más que compensada por la riqueza que consiguen sustraer a los titulares de la deuda.

3.2. Riesgos excesivos en la empresa bancaria

109

La empresa bancaria opera bajo formas jurídicas de responsabilidad limitada y además, por su naturaleza, tiene una estructura financiera altamente apalancada. Se crean así condiciones propicias para que los accionistas-decisores tengan incentivos a asumir riesgos excesivos al elegir los proyectos de inversión donde invierten los depósitos de los clientes o la deuda colocada en el mercado. Tal como ilustra el ejemplo anterior, la asunción de *riesgos excesivos* significa que el banco invierta en proyectos que crean riqueza para los accionistas pero al mismo tiempo destruyen riqueza total cuando se tiene en cuenta el riesgo de pérdida que trasladan a los acreedores.

La financiación de las empresas no financieras a través de deuda bancaria significa que los bancos se exponen a las pérdidas por riesgos excesivos como consecuencia de los incentivos que actúan ahora sobre los accionistas de las empresas deudoras. En general los bancos anticipan la inclinación a asumir riesgos excesivos por parte de sus deudores bajo el régimen de responsabilidad limitada y tomarán precauciones. Una muy evidente es evitar que los deudores superen ciertos niveles de endeudamiento, lo que explicaría que deudas por encima del 40% del total de activos sean muy infrecuentes entre las empresas no financieras.

Pero los bancos se financian con deuda en unas proporciones elevadas y por ello son los propios bancos los que tendrán incentivos a transferir pérdidas a sus acreedores. De ahí que en principio deben ser estos acreedores quienes tomen iniciativas para evitar que los bancos les transfieran los riesgos. Entre los acreedores bancarios están los titulares de los depósitos y los depositantes que por su condición de pequeños ahorradores, inexpertos en funciones de supervisión, además de la propia opacidad que afecta a los riesgos latentes en los activos de los balances bancarios, tendrán muy complicado sino imposible establecer una vigilancia efectiva. 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 ante la amenaza de quedar expuestos a las pérdidas por la asunción de riesgos excesivos.

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, dando lugar a una superestructura de gobierno corporativo de las entidades bancarias en la cual la regulación y la supervisión ocupan un lugar destacado. Desde esta perspectiva, el calificativo de buen gobierno corporativo de las entidades bancarias se otorgaría teniendo en cuenta la efectividad de la regulación y de la supervisión cuando se trata de corregir las disfunciones que las justifican. Es decir, la regulación/supervisión bancaria sumarán atributos al buen gobierno de los bancos en la medida en que cumplan con el criterio propuesto por Tirole (2000) de contribuir al objetivo de hacer máximo el bienestar social.

Para realizar la misión encomendada 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 riesgos⁶; 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.

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

En este apartado se valora la experiencia de la crisis financiera bajo la perspectiva de las relaciones explícitas o implícitas que mantienen con la empresa bancaria los distintos grupos de interés, accionistas, depositantes y acreedores, y desde la perspectiva de los diferentes modelos de negocio bancario y formas de propiedad de las empresas bancarias (bancos y cajas en el caso español). El objetivo es delimitar posibles responsabilidades en el desencadenamiento de la crisis y de evaluar en qué medida participan de las consecuencias derivadas de la misma.

⁶ Sobre competencia en los mercados de productos y asunción de riesgos, véanse Keeley (1990) y Salas Fumás y Saurina (2003).

4.1. 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 la mayoría de los, hasta hace poco tiempo, bancos más admirados del mundo. Evidentemente las pérdidas de valor de las acciones no han sido la misma para todas las entidades financieras y por esa razón resulta de interés conocer cuáles son los bancos más perjudicados y cuáles los menos perjudicados por la crisis. Este es precisamente el objetivo del trabajo de Beltratti y Stulz (2009), de cuyos resultados se extraen algunas conclusiones de interés.

Beltratti y Stulz se preguntan por los factores que están detrás de las pérdidas experimentadas por los accionistas de los bancos en distintos países del mundo entre junio de 2007 y diciembre de 2008, cuando todavía se está en plena resaca por las turbulencias que provoca la quiebra de Lehman Brothers unos meses antes. Para responder la pregunta se postula un modelo empírico donde la rentabilidad por dividendos y por variación en el precio de la acción en el periodo establecido, para cada banco, se relaciona con variables explicativas referidas al país (por ejemplo el marco regulatorio) y al propio banco. 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 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 países con supervisores bancarios 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 gobierno 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 pérdidas más elevadas 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 dan lugar a una intensa relación entre variación de la rentabilidad de los accionistas y variación de la riqueza de los directivos. Por la forma como se construyen los indicadores de buen gobierno sería de esperar que los bancos con mejor gobierno corporativo fueran también los bancos donde se han tomado 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 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 son en la mayoría de los casos las mismas que llevan la probabilidad de pérdidas a cero. Por el contrario, hacer máximo el valor económico de las acciones significa invertir en proyectos con un valor actual neto esperado no negativo para los accionistas; en este cálculo intervienen por tanto flujos de caja atribuidos a los estados de naturaleza favorables y flujos atribuidos a los estados desfavorables, ponderados por las respectivas probabilidades que se atribuyen a dichos estados. Es decir, en la maximización del valor de las acciones existe una probabilidad positiva de pérdidas.

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 el apartado 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 que, 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, de manera que las rentabilidades máximas posibles son cada vez mayores mientras que la responsabilidad limitada coloca un suelo a las posibles pérdidas. En ese proceso cada entidad no interioriza los efectos inducidos sobre la exposición al riesgo propio que resulta de un comportamiento generalizado similar en el conjunto del sistema en caso de incurrir en una hipotética quiebra. Cuando los estados de naturaleza desfavorables ocurren y se desencadena la crisis, quienes más pierden son los bancos que, con el afán de conseguir una mayor ganancia esperada para los accionistas, asumieron los riesgos más altos.

Nuestra conjetura es que la evidencia por la cual los bancos con mayor calidad en el gobierno corporativo son los que han producido mayores pérdidas a sus accionistas, confirma 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 mientras las cotizaciones de los bancos en bolsa, y la rentabilidad sobre recursos propios, no dejaban de crecer. La frase de Alan Greenspan en su comparecencia en el Senado de Estados Unidos, 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 directivos, 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 los accionistas 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 asumir riesgos excesivos por parte de las entidades financieras sino que la estimulará aun más si cabe⁷. 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.

4.2. 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 todos los colectivos por igual. La regulación y supervisión bancaria, incluido el seguro de depósitos, garantizan 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 acree-

⁷ Por razones de espacio no se entra en detalle sobre el papel de las retribuciones a la alta dirección como mecanismo de alienación de intereses entre accionistas y directivos. En Salas Fumás (2009) nos pronunciamos sobre el tema. Por otra parte, el debate sobre la responsabilidad de las retribuciones de los directivos en la crisis financiera no está ni mucho menos cerrado. Véanse a modo ilustrativo las diferentes posiciones sobre el tema de Bebchuk (2009) y Kaplan (2009) y el estudio empírico de Fahlenbrach y Stulz (2009).



dores 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 los intereses de acreedores distintos a los depositantes 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); además, en el conjunto del apalancamiento el peso relativo de la financiación a través de emisiones en los mercados de deuda ha crecido más que el 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 y la incompetencia de los propios directivos que compraban productos financieros supuestamente innovadores y sofisticados pero de los que eran incapaces de evaluar los riesgos incorporados. En cualquier caso, entrar en el fondo del tema para discernir qué parte de culpa en la negligencia de los mecanismos de control por parte de los acreedores de los bancos, que permitieron tan elevado endeudamiento, es atribuible a la laxitud regulatoria y supervisora, a la codicia de las personas implicadas, a la incompetencia de los profesionales (en claro contraste con las elevadas retribuciones que perciben); o a otras razones todavía desconocidas.

En todo caso, sí resulta pertinente recordar que la crisis financiera ha tenido unas consecuencias negativas muy limitadas para los titulares de deuda bancaria de todo tipo. La quiebra de Lehman Brothers hacía suponer que los acreedores iban a soportar en forma de pérdidas de intereses y principal por las aparentes negligencias al permitir un endeudamiento excesivo de los deudores. Pero la inestabilidad financiera en que entra la economía mundial inmediatamente después de la quiebra lleva a un cambio de criterio y las autoridades públicas optan por garantizar todos los pasivos bancarios ante cualquier eventual quiebra. El problema de riesgo moral resultante de esta decisión está por calibrar en su verdadera dimensión pues es de esperar que las garantías generalizadas terminen por llevara una mayor dejación de funciones de los mercados de deuda para disciplinar las decisiones de apalancamiento de los bancos. Si los mercados de deuda no hacen bien su función de control sobre los incentivos perversos de los accionistas de las empresas bancarias, deberán ser las autoridades de regulación y supervisión bancarias las que asuman un papel más activo. Para ello deberán, o bien crear condiciones para que ex ante existan menos incentivos a asumir riesgos excesivos, por ejemplo exigiendo más capital, o bien hacer más creíble la amenaza de que si las pérdidas ex post son muy elevadas la quiebra será inevitable.

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 afecten también a los acreedores ordinarios. En la reciente crisis no puede decirse, en general, que haya sido así, de manera que la protección y garantía pública se ha extendido en la práctica a todos los pasivos bancarios por igual, ya sean deuda ordinaria o híbridos⁸.

Cuando la protección de los acreedores se instrumenta a través de iniciativas públicas que aseguran la continuidad de la actividad de la empresa bancaria la consecuencia más previsible es que se protejan los intereses de los accionistas, aunque no sea esa la intención expresa. Si el Estado da garantías a la deuda pero permite que la entidad quiebre, los accionistas pierden el control y el valor de sus acciones se hace nulo; si la entidad continúa su actividad el precio de la acción disminuirá, como consecuencia de unos menores beneficios y dividendos, pero será positivo y los accionistas mantienen cierto poder de control sobre la sociedad. La continuidad de los accionistas llevará consigo también en muchas situaciones la permanencia en sus puestos de los altos directivos. La percepción final por parte de los ciudadanos es que la ayuda a los bancos para superar la crisis termina siendo una ayuda a los propietarios y directivos de las entidades, pues permanecen en sus puestos a pesar de la mala gestión realizada. Independientemente de que este sea el resultado final y que pueda calificarse, con razón, como injusto, porque va en contra del principio general de que si el control y la gestión no se realizan correctamente los responsables deben dejar sus puestos, resulta necesario insistir en que el objetivo primero de las ayudas a los bancos es el de proteger los intereses de los acreedores (que representan el 95% de los pasivos) y que todo lo demás es un efecto indirecto y a veces una injusticia en que hay que incurrir para lograr un objetivo superior.

4.3. Modelos de negocio y formas de propiedad de la empresa bancaria en la crisis: relevancia para el caso español

La crisis financiera ha llevado también a plantear el debate sobre las posibles ventajas e inconvenientes de dos modelos contrapuestos de negocio bancario, el modelo tradicional y el modelo de originar para distribuir. El *modelo tradicional* capta depósitos y concede préstamos que permanecen en el balance de la entidad financiera hasta su cancelación por el prestatario

⁸ 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.



original. En la versión más pura del modelo tradicional los préstamos se conceden en función de la capacidad del prestatario para generar rentas recurrentes en volumen suficiente para 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 sofisticadas 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 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 titulización⁹.

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

⁹ 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).

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 el activo inmobiliario 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 a cambio 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 dicha política. De ahí que la evolución en los próximos meses de las condiciones monetarias en la zona Euro adquiere 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 aplica está lastrado por esta circunstancia; aunque esta apreciación es correcta sólo 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 precisamente 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, 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. Sin grupos de interés que presionen a los directivos para que asuman objetivos de maximización de los beneficios, en contraposición a lo que sucede con los bancos donde los accionistas presionan en esa dirección, el modelo de



negocio y la gestión de las cajas deberá de estar muy influido por las preferencias de los internos que controlan la entidad, equipo de dirección y trabajadores. Habría que esperar por tanto un comportamiento de las cajas más conservador que el de los bancos cuando se trata de decidir sobre los proyectos donde invierten lo que es lo mismo menos inclinación a asumir riesgos excesivos.

A pesar de que las diferencias formales entre propiedad/gobierno de bancos y cajas era de esperar que dieran lugar a diferencias sensibles entre los modelos de negocio de unas entidades y otras, el comportamiento competitivo de bancos y cajas en España, así como sus respectivos modelos de negocio, no han sido tan diferentes. Una diferencia se encuentra en que, en los últimos años, las cajas han acumulado 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. En el momento en que estas inversiones fueron realizadas podría haberse pensado que la preferencia revelada por las cajas a favor de los sectores inmobiliarios y el crédito con garantía hipotecaria, era una consecuencia de su mayor conservadurismo al que aludíamos antes. Es verdad que después se ha demostrado que las actividades de construcción y promoción inmobiliaria no eran tan seguras como se había creído y como resultado inmediato de la crisis las cajas muestran un mayor nivel de morosidad media que los bancos. Pero las tasas de morosidad se han ido igualando entre los dos colectivos a medida que los efectos de la crisis se han trasladado 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, entre entidades que formalmente operan bajo formas de propiedad y de gobierno muy diferentes¹⁰.

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 creada con la crisis¹¹. La intensa competencia entre entidades en un mercado en expansión, en parte

¹⁰ Una segunda lección es que la intensidad competitiva no es ajena a la estabilidad del sistema bancario en el medio plazo.

¹¹ Crespi *et al.* (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.

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 un mayor tamaño medio de las entidades resultantes del ajuste. La resistencia de los grupos de interés que participan en el control de las cajas y concentran los derechos de propiedad, a acometer los ajustes y reestructuraciones necesarias, pone de manifiesto que el sistema de propiedad y gobierno de las cajas que ha llevado a la convergencia con el modelo de negocio de los bancos, llegado el momento de los ajustes y de asumir las consecuencias que se derivan del modelo elegido, se demuestra mucho más inoperante para abordar los cambios con agilidad y eficacia que en el caso de los bancos comerciales, operando como sociedades de capitales.

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 atendiendo a su influencia en la conducta de las entidades en condiciones normales del negocio, sino que debe tomarse en consideración igualmente cómo responderá el sistema de propiedad-gobierno ante situaciones adversas que requieren la asunción de responsabilidades por las decisiones tomadas. En este sentido, ante posibles reformas futuras surgen dos planteamientos diferentes. Uno de ellos consiste 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 requieren si, a cambio, recibe más capacidad de control y de influencia sobre los equipos directivos. El otro camino consiste en acomodar la 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 notable convergencia en las estrategias comerciales de todas las entidades. Tal vez ha llegado el momento de replantear esta premisa de manera que aquellas cajas que elijan mantener la estructura de propiedad y gobierno sin cambios apreciables a como han funcionado hasta la fecha, excluyendo por tanto la presencia de accionistas o inversores financieros asimilables a ellos (cuotas partícipes con derechos políticos), deberán renunciar a cambio a modelos de negocio que supongan excesiva exposición a los riesgos y por tanto divergir del modelo de negocio propio de bancos o de las cajas que optan por parecerse a los bancos incluyendo la entrada de accionistas en el capital¹².

¹² 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. Cuando escribimos la última versión de este texto se anuncia una reforma de la Ley de Cajas que permitirá a cada caja elegir el modelo a seguir.



5. Consideraciones finales

Este trabajo se alinea con aquéllos que defienden la tesis de que en las empresas bancarias concurren condiciones singulares que justifican una aproximación al estudio y análisis de su gobierno corporativo distinta a la que predomina en las empresas no financieras. En la empresa bancaria, la maximización del valor económico de las acciones, que es una guía para la toma de decisiones razonablemente alineada con el interés general en empresas de otros muchos sectores de la economía, es muy previsible que lleve a situaciones que entran en claro conflicto con las que se tomarían desde el interés general. Por este motivo, el estudio del gobierno corporativo de la empresa bancaria debe formar parte de la economía del bienestar, donde se encontrará con los argumentos teóricos y los desarrollos operativos de la regulación y la supervisión bancarias.

La regulación y supervisión bancaria no deben ser indiferentes a cómo se resuelve el equilibrio necesario entre control y gestión en las entidades financieras, pero en el supuesto de comprobarse que el conflicto entre accionistas y directivos está resuelto correctamente no es acertado concluir que necesariamente se habrá resuelto ya el conflicto entre interés privado e interés social. La recomendación debe ser que, en una primera instancia, la regulación y supervisión bancarias se analicen y se diseñen a partir del supuesto de que las entidades están 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 orientada a los intereses prioritarios de los accionistas y, por tanto, se advierte de la necesidad de que se tomen medidas regulatorias y supervisoras que neutralicen tales incentivos. Es en este contexto donde la regulación y supervisión encuentran justificado inmiscuirse en las decisiones de los accionistas en el tema de la retribución de los directivos. Si, como es de esperar, los accionistas optan por incentivos de alta intensidad (vinculados al valor de mercado de las acciones por ejemplo) para los directivos, estarán reproduciendo entre ellos los incentivos a asumir riesgos excesivos, como cuando son los propios accionistas quienes deciden directamente.

Para contrarrestar la tendencia a un excesivo endeudamiento, para un riesgo económico dado, o la tendencia a seleccionar proyectos de alto riesgo para un endeudamiento dado, las actuaciones pueden ser de tres tipos: a) aumentar las exigencias de fondos propios para las entidades; b) reforzar la implicación de los titulares de la deuda, distintos de los depositantes, y de modo especial de los titulares de los pasivos híbridos, en el control de los riesgos (a través, por ejemplo, de una conversión automática de los instrumentos híbridos en acciones de la entidad cuando se cumplan determinadas condiciones); y c) revisar el tratamiento fiscal de la financiación a través de deuda para familias y empresas. Mayores exigencias de recursos propios mínimos y la posible conversión en acciones de los pasivos híbridos, disminuyen el valor económico de los proyectos de alto riesgo 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...) cuan-

do 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 que priman 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. El Código Unificado de buen gobierno corporativo vigente hoy en España, 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 se ilustra en este trabajo y es por otra parte bien sabido, encontramos proyectos que crean valor para los accionistas y que al mismo tiempo 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. Esto no resuelve las externalidades negativas por efectos sistémicos de las crisis de entidades individuales pero nos parece un paso en la buena dirección que deberá completarse con mayor rigor en la regulación y supervisión bancaria que es a quien corresponde ante todo preservar la estabilidad financiera como valor social.



Referencias bibliográficas

- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2006): *Enhancing corporate governance for banking organizations*. BIS.
- BEBCHUK, L. (2009): "Fixing banker's pay"; en *The Economists' Voice* (noviembre); pp. 1-7.
- BECHT, M.; BOLTON, P. y RÖEL, A. (2002): "Corporate governance and control"; en *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?". Texto presentado al *Simposium de Moneda y Crédito* (Madrid, noviembre).
- CRESPI, R.; GARCÍA CESTONA, M. A. y SALAS FUMÁS, V. (2004): "The Corporate Governance of Spanish Banks: Does Ownership Matter?"; en *Journal of Banking and Finance* (28); pp. 2311-2330.
- DEVRIESE, J.; DEWATRIPONT, M.; HEREMANS, D. y NGUYEN, G. (2004): "Corporate governance, regulation and supervision of banks"; en *Financial Stability Review*; pp. 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"; en *Journal of Law and Economics* (26); pp. 301-325.
- JENSEN, M. y MECKLING, N. (1976): "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure"; en *Journal of Financial Economics* (3); pp. 305-360.
- KAPLAN, S. (2009): "Should banker pay be regulated?"; en *The Economists' Voice* (diciembre); pp. 1-5.
- KEELEY, M. (1990): "Deposit insurance, risk and market power in banking"; en *American Economic Review* (5); pp. 1183-1200.

- MACEY, J. y O'HARA, M. (2003): "The corporate governance of banks"; en *Economic Policy Review* (9); pp. 91-108.
- MÜLBERT, P. (2009): "Corporate governance of banks". ECGI Law Working Paper 130/2009.
- OCDE (2004): *Principles of corporate governance*. OCDE.
- OCDE (2009): *Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages*.
- PROWSE, S. (1997): "The corporate governance system in banking: What do we know?"; en *Banca del Lavoro Quarterly Review* (marzo); pp. 11-40.
- SALAS FUMÁS, V. (2003): "El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación"; en *Estabilidad Financiera* (5); pp. 197-228.
- SALAS FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2003): "Deregulation, market power and risk behaviour of Spanish banks"; en *European Economic Review* (47); pp. 1061-1075.
- SALAS FUMÁS, V. (2009): *A favor de más peso del salario fijo en la retribución de los directivos de las entidades financieras*. Disponible en <http://www.crisi09.es/ebook>
- SAURINA, J. (2009): "Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool"; en *Revista de Estabilidad Financiera* (17); pp. 11-26.
- SAUERZOPF, P. (2008): "Corporate governance and credit institutions"; en *Financial Stability Report* (16); pp. 135-148.
- SHELEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): "A survey of corporate governance"; en *Journal of Finance* (52); pp. 737-783.
- TIROLE, J. (2001): "The concept of corporate governance"; en *Econometrica* (69); pp. 1-35.