

Papel del gobierno corporativo de la banca en la crisis financiera: influencia de la globalización y los cambios en el entorno del negocio bancario¹

The Role of Bank's Corporate Governance in the Financial Crisis: Impact of Globalization and the Changes in the Environment

Juan Antonio Azkunaga Elgezabal (*), Leire San-Jose Ruiz de Agirre (***) y Sara Urionabarrenetxea Zabalandikoetxea (***)

Resumen

En este trabajo se analiza el papel de la gobernanza de las entidades financieras en la crisis actual. Las políticas económicas neoliberales, la desregulación y la liberalización han marcado la globalización financiera, propiciando la financiarización de la economía y un creciente peso de los inversores institucionales. El gobierno corporativo de las entidades ha evolucionado para adaptarse al nuevo entorno bajo la influencia de los intereses de este tipo de inversores. La consecuencia ha sido un excesivo énfasis en la maximización del valor de las acciones a corto plazo sin relativizarlo con los riesgos incurridos para lograrlo, lo cual ha resultado clave para la crisis actual.

Palabras clave: gobierno corporativo, bancos, globalización, crisis financiera, inversores institucionales.

Abstract

In this paper we analyze the contribution of the governance of financial institutions to the current crisis. Neoliberal economic policies, deregulation and liberalization have characterized the financial globalization, promoting the financialization of the economy and a growing influence of institutional investors. The corporate governance of financial institutions has developed to adapt to the new environment under the influence of the interests of such investors. The result has been an overemphasis on maximizing shareholder value in the short term without relativizing the risk taken to achieve it, which has been a key aspect for the current crisis.

Key words: corporate governance, banks, globalization, financial crisis, institutional investors.

JEL: F30, G01, G21, G34.

(*).Universidad del País Vasco (UPV-EHU)

Dpto. de Economía Financiera (II) Avda. Lehendakari Agirre, 83 - Bilbao (Bizkaia).

juanantonio.azkunaga@ehu.es , Tfno. 946017023

(**).Universidad del País Vasco (UPV-EHU)/ University of Huddersfield (UK)

Dpto. de Economía Financiera (II) Avda. Lehendakari Agirre, 83 - Bilbao (Bizkaia).

leire.san jose@ehu.es , Tfno. 946013808

(***).Universidad del País Vasco (UPV-EHU)

Dpto. de Economía Financiera (II) Avda. Lehendakari Agirre, 83 - Bilbao (Bizkaia).

sara.urionabarrenetxea@ehu.es , Tfno. 946017013

Área temática: Crisis y Gobernanza

Comunicación

¹ Este trabajo se enmarca dentro del proyecto de investigación UPV-EHU 10/30 "Los mecanismos internos de control como base para el desarrollo de un modelo económico sostenible en la Pyme familiar", perteneciente a la convocatoria 2010.

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo analiza la relación entre el gobierno corporativo de las entidades financieras² y la crisis actual. Los estudios que han tratado sobre el tema hasta el momento se han centrado en destacar los aspectos del gobierno corporativo que han contribuido a la gestación de la actual crisis pero no han profundizado en las razones que lo han hecho posible (Kirkpatrick, 2008; OECD, 2009; Klicksberg, 2010). Nuestro estudio pretende contribuir a aclarar ese aspecto mediante el análisis de los factores del entorno bancario que han provocado que la gestión de las entidades financieras evolucione de tal manera que ha acabado convirtiéndose en uno de los pilares de la crisis.

El objetivo del trabajo es, por tanto, analizar la manera en que la gobernanza de las entidades bancarias contribuyó a la gestación y al estallido de la crisis. Los principales cambios que se han producido en el entorno económico durante las tres últimas décadas han sido marcados por la globalización financiera. Este periodo se ha caracterizado por las políticas económicas neoliberales, la desregulación y la liberalización financiera. Desde una perspectiva crítica con respecto al carácter neoliberal de las políticas acometidas en la gestión del proceso de globalización, se describen los factores que provocaron que el gobierno corporativo de las entidades financieras se centrara excesivamente en la maximización del valor de las acciones a corto plazo, lo cual resultó clave para la crisis actual. Incidiremos especialmente en la relación existente entre esos cambios y la evolución de la gobernanza, así como en la forma en que todo ello ha favorecido la crisis.

El presente trabajo aporta, pues, un análisis sobre los errores en los que ha incurrido el gobierno corporativo de las entidades financieras y sobre cuáles son los factores que los han posibilitado. Se trata de factores que deben intentar corregirse para evitar que se repitan en el futuro las graves consecuencias que han tenido para toda la economía.

Las conclusiones obtenidas sugieren que los cambios y reformas que se deben realizar tendrían que abarcar aspectos estructurales en la forma de gobernar las entidades financieras, tales como la toma en consideración de los intereses de otros grupos que participan en las entidades financieras, además de los intereses de los accionistas.

El trabajo consta de seis partes, además de la que nos ocupa. Tras presentar el planteamiento general del artículo en el apartado dos, en el tercer bloque pasamos a analizar la relación entre la globalización financiera y los cambios que se han producido en el gobierno corporativo de la banca. En el cuarto apartado se analizan distintas perspectivas que existen sobre el gobierno corporativo de las entidades financieras, su evolución y su papel en la crisis actual. En el quinto apartado describiremos las características más relevantes de la presente crisis de cara al tema que nos ocupa. En el sexto bloque concretaremos las conclusiones a las que nos ha llevado nuestra investigación y terminaremos con el apartado dedicado a la bibliografía.

² Con el fin de evitar una excesiva repetición de términos, utilizaremos “banco” para referirnos a las entidades de depósito, esto es, abarcando tanto a bancos y cajas como a cooperativas de crédito. También nos referiremos a todos ellos cuando hablemos de entidades financieras y entidades de crédito, aunque ambos sean conceptos más amplios, que abarcan a otros tipos de entidades además de las de depósito.

2. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA, GOBIERNO CORPORATIVO DE LA BANCA Y CRISIS: PLANTEAMIENTO GENERAL

El gobierno corporativo de las entidades financieras ha sido identificado como una de las múltiples causas de la crisis actual (OECD, 2009; Kirkpatrick, 2008). Hasta el momento, este tema ha sido abordado de una forma descriptiva, subrayando las diferentes facetas de la gobernanza que han favorecido la crisis. Nuestro estudio, además de sintetizar las investigaciones que se han ido realizando en este campo, aporta un análisis de los factores que han provocado la evolución del gobierno corporativo de las entidades, posibilitando así que favoreciese la gestación y el estallido de la crisis.

Empezaremos analizando el elemento que ha transformado radicalmente el entorno económico y financiero mundial desde el último cuarto del siglo XX: la globalización. Este periodo ha estado marcado por el cambio en el paradigma económico que se dio en el último cuarto del siglo pasado. El neoliberalismo se erigió como la visión económica dominante, hecho que dio un impulso decisivo al proceso globalizador y, en el terreno financiero, favoreció la liberalización financiera y la desregulación bancaria. Son dos aspectos clave para la globalización financiera y encuentran su justificación en el neoliberalismo y en la necesidad de avanzar hacia el libre mercado.

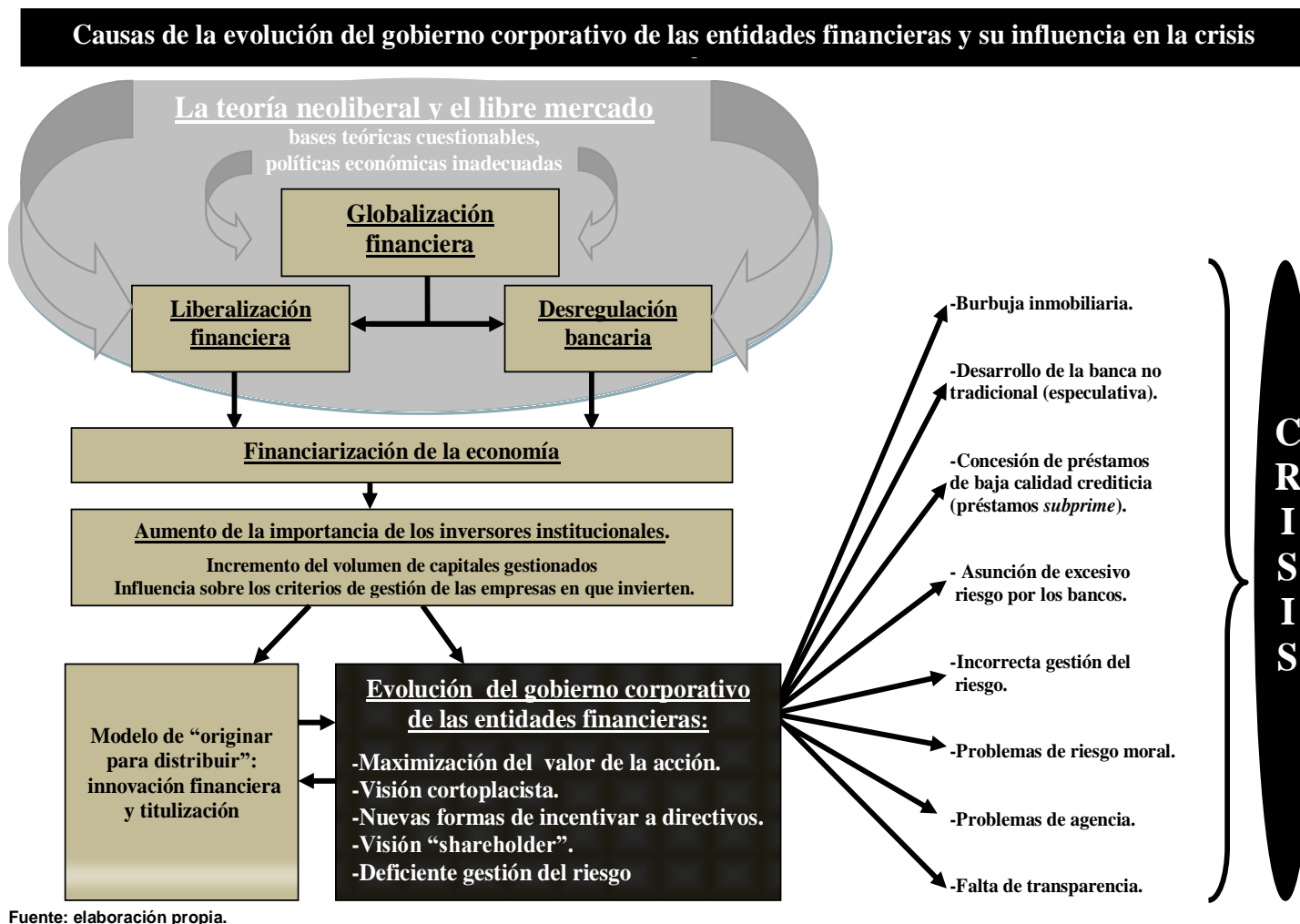
En el ámbito de las finanzas, una de las consecuencias de la globalización más destacables de cara al tema que nos ocupa, fue la denominada “financiarización de la economía”: el sector financiero se desarrolló mucho y su peso en la economía aumentó notablemente.

La financiarización trajo consigo un aumento de la importancia de los inversores institucionales y se incrementó el volumen de recursos financieros que gestionaban. Debido a ello, su capacidad para influir en la gobernanza de las entidades donde invertían también aumentó.

Los inversores institucionales contribuyeron a que la gestión de las entidades financieras se dirigiese principalmente a la satisfacción de los intereses de los accionistas, con especial énfasis en la consecución de resultados a corto plazo. Esta nueva visión de la gobernanza de las entidades bancarias tuvo su reflejo en los medios que se usaban para incentivar a sus directivos y también en la forma en que se planteó la gestión del riesgo bancario.

En este marco surgió un nuevo modelo de gestión bancaria: el modelo de originar para distribuir. Las entidades que operaban bajo este modelo utilizaron la titulización para desarrollar su negocio. Mediante la titulización de sus operaciones de activo, traspasaban los riesgos de éstas a los inversores que suscribían los títulos emitidos.

Figura 1. Factores que han influido en la evolución del gobierno corporativo de la banca y su relación con la crisis actual.



3. LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA COMO FACTOR DESENCADENANTE DE LA EVOLUCIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO DE LA BANCA

Resulta, por tanto, interesante estudiar cual es el origen de los cambios del entorno. El análisis de estos cambios puede aportar una explicación sobre las razones que han llevado a que la gobernanza de las entidades financieras haya contribuido a la crisis. De esta forma podremos fijar cuales son los aspectos que deben cuidarse para evitar que se repita lo ocurrido.

El proceso de globalización financiera, que se ha intensificado a partir de los años 80 del siglo XX, ha contribuido a la financiarización de la economía, la cual ha creado las condiciones necesarias para un desarrollo sin precedentes de los inversores institucionales. La entrada de los inversores institucionales en la estructura accionarial de las compañías ha sido el mecanismo a través del cual se ha provocado la evolución del gobierno corporativo de las entidades financieras (Alvarez y Medialdea, 2010).

Las entidades financieras han adaptado su modelo de gestión a ese nuevo entorno globalizado y desregulado, surgiendo el “modelo de originar para distribuir”, al que también se relaciona directamente con la gestación de la crisis.

Tanto la influencia de los inversores institucionales como la adaptación de la gestión al nuevo entorno, explican la evolución de la gobernanza de las entidades, que ha sido un factor que contribuyó a la gestación de la crisis.

3.1 La globalización financiera

La globalización es un proceso mediante el cual se llevan a cabo unas relaciones cada vez más estrechas entre los distintos lugares del mundo, de forma que los acontecimientos que ocurren a nivel local afectan y son afectados por lo que ocurre en otras zonas. Abarca muchas facetas diferentes, pero nuestro análisis se centrará en la globalización económica y más concretamente en la globalización financiera.

La globalización financiera implica una integración cada vez mayor de los distintos mercados financieros nacionales a los mercados financieros internacionales que produce un aumento de las relaciones financieras y los flujos financieros transnacionales a nivel global (Urionabarrenetxea, Bañales y García, 2009). Supone un cambio sustancial en el entorno en el que las entidades financieras desarrollan su negocio y tiene, por tanto, implicaciones importantes para el gobierno corporativo de las entidades financieras, que debe evolucionar para adaptarse a la nueva situación. Como es un fenómeno amplio y complejo, para su estudio resulta adecuado desglosarlo en sus diferentes aspectos. Analizaremos a continuación tres de las principales bases sobre las que se ha desarrollado la globalización: el neoliberalismo, la liberalización financiera y la desregulación.

3.1.1. Fundamentos de la globalización financiera: el libre mercado y las políticas económicas de corte neoliberal

A partir de la crisis del petróleo de mediados de los años 70 del siglo XX cambió la orientación de las políticas económicas y el papel del Estado en la economía. Desde la Gran Depresión de los años 30, el keynesianismo había sido reconocido como la visión adecuada de la economía. Con la crisis del petróleo de 1973 se produjo una situación de estanflación que solo se consiguió estabilizar con las políticas basadas en el enfoque del monetarismo. De esta manera cambió el paradigma económico dominante, dando paso a lo que se denominó "neoliberalismo económico".

Según Harvey (2007), *“El neoliberalismo es, ante todo, una teoría de prácticas político-económicas que afirma que la mejor manera de promover el bienestar del ser humano consiste en no restringir el libre desarrollo de las capacidades y de las libertades empresariales del individuo dentro de un marco institucional caracterizado por derechos de propiedad privada fuertes, mercados libres y libertad de comercio”*

La teoría neoliberal se fundamenta en autores como Milton Friedman, líder monetarista de la Escuela de Chicago; Robert Lucas y Paul Samuelson, máximos exponentes de la escuela llamada "Nueva Economía Clásica" y Eugene Fama, también de la Escuela de Chicago.

A partir de los años 80. Dos de las principales economías mundiales empiezan a aplicar estas políticas: los gobiernos de Ronald Reagan en Estados Unidos y el de Margaret Thatcher en el Reino Unido. También se implementan en otros países como Chile, Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, México o Venezuela.

Este nuevo paradigma propició importantes transformaciones en distintos ámbitos del sector financiero (Recio, 2009):

- Se liberalizó la creación de activos financieros y los movimientos de capitales entre diferentes países. También se sustituyó progresivamente la regulación pública por la autorregulación de los mercados. Estos factores han propiciado el desarrollo y la creciente complejidad del sistema financiero.

- En el ámbito empresarial, la visión del negocio se volvió más cortoplacista y se cambió la manera de incentivar a los directivos, que pasó a depender más de los resultados de la empresa a corto plazo y de la evolución de la cotización de las acciones. Por ello las empresas actúan en función de la imagen que proyectan en el mercado, buscando revalorizaciones bursátiles a corto plazo y no inversiones que darán su fruto a más largo plazo.

Bajo esta visión de la economía comenzó un periodo caracterizado por la desregulación, la reducción del control público sobre la actividad económica, liberalización del comercio y del tráfico de capitales, privatización de empresas públicas, etc. Se tiende a la eliminación de la intervención pública en la economía con el objetivo de dejar que el mercado sea quien asigne los recursos mediante la libre interacción de la oferta y la demanda.

Los autores que consideran que esta teoría genera problemas y crisis (Stiglitz, 2002; Kindleberger, 1991) y también ha jugado un papel en la actual crisis (Akerlof y Shiller, 2009; Recio, 2009; Stiglitz, 2010), subrayan el efecto desestabilizador que tiene la aplicación de las políticas neoliberales y la desacreditan porque está basada en conceptos teóricos que no se ajustan a la realidad.

Algunas de las principales presunciones del capitalismo financiero neoliberal, que han constituido la base de la teoría económica actual, han sido cuestionadas:

- El supuesto de que los agentes disponen de la información necesaria para tomar las decisiones (Stiglitz, 2010).
- La presunción de que los mercados son eficientes (De la Dehesa, 2009).
- Las expectativas racionales (Akerlof y Shiller, 2009).

De esta forma, como los supuestos en que se basan son erróneos, también lo serán los modelos que se utilizaban para intentar explicar y predecir la evolución de la economía, y serán igualmente desacertadas las políticas económicas que se basan en ellos (Stiglitz, 2010).

3.1.2. La liberalización financiera

Para el desarrollo de la globalización financiera es necesario que los mercados financieros se abran al exterior y se permitan los movimientos de capitales; es decir, es necesario un proceso liberalizador, que consiste en la eliminación de las restricciones al tránsito de mercancías y capitales a través de las fronteras (Estévez, 2009). Este proceso se ha producido con intensidad a partir de los años 80. La liberalización aumenta la competencia al permitir que participen en el mercado nuevos agentes que antes no podían hacerlo. Ese sería el caso de los agentes nacionales a los que la regulación impedía antes participar en algunos mercados y el de los agentes extranjeros que operan en el mercado nacional en virtud de la liberalización.

La teoría económica atribuye a la liberalización diversos beneficios para las economías que la implementan porque mejoran el funcionamiento y la eficiencia del sistema financiero, lo cual es fundamental para favorecer el crecimiento económico:

-Produce un aumento de la competencia y de la amplitud y profundidad de los mercados, incrementando la eficiencia y provoca una reducción de las tasas de interés que beneficia al crecimiento económico (Arestis, Troncoso y Cavalcante, 2009).

-Los agentes pueden beneficiarse de una mayor diversificación del riesgo (Rodrik, 2001) y de mayores posibilidades de acceso a financiación (Edison *et al.*, 2002).

-Las entidades financieras mejoran su solvencia y las operaciones son más transparentes (IMF, 2006).

-Favorece el crecimiento económico de los países en desarrollo porque atraen más inversión directa, la cual suele traer consigo transferencias de tecnología (Keller, 2002).

Sin embargo, la liberalización acarrea también consecuencias negativas, sobre todo relacionadas con el aumento de la inestabilidad, como señalaban Carlos Díaz-Alejandro (1985), tras analizar las liberalizaciones de los países del cono sur americano o Stiglitz refiriéndose a la crisis Tailandesa de 1997 (Stiglitz 2002).

Bordo et al. (2001) constataron que en el periodo globalizador al que nos referimos se produjo un aumento de la inestabilidad financiera. Se ha intentado relacionar esta mayor inestabilidad con la liberalización pero no ha habido resultados concluyentes al respecto: hay análisis cuyos resultados lo afirman (Kaminsky, Linzondo y Reinhart, 1998; Kaminsky y Reinhart, 1999; Aizenman, 2002), pero otros estudios concluyen que no existe esa relación causa-efecto entre inestabilidad y liberalización financiera (Richards, 1996; De Santis e Imrohroglu, 1997).

Encontramos un consenso amplio sobre el aumento de los contagios de la inestabilidad a zonas o mercados distintos a donde ésta se había originado. Se considera que la liberalización financiera es uno de sus factores causantes. (Calvo y Mendoza, 2000).

De esta forma, la liberalización contribuyó a aumentar la inestabilidad y produjo efectos como el aumento de la competencia y de la transferencia de tecnología, nuevas posibilidades de inversión, financiación... La gobernanza de las entidades financieras tuvo que evolucionar para adaptarse a la nueva situación.

3.1.3. La desregulación bancaria

La regulación financiera es el conjunto de leyes y reglas que marcan el funcionamiento, el control del riesgo y otros aspectos de la actividad financiera. Las autoridades bancarias tienen la potestad de fijar esas reglas y de hacerlas cumplir con la finalidad de garantizar que las entidades tengan un comportamiento prudente, ya que custodian los capitales de los depositantes (Zamil, 2010).

Tras el crack del 29 se implementaron normas que afectaban al sector bancario que pretendían evitar que se repitiese lo ocurrido en 1929. En el ámbito bancario destaca la denominada "*Glass-Steagall Act*", que separaba las entidades financieras según sus niveles de regulación y su especialización, distinguiendo los bancos comerciales de los bancos de inversión. Los primeros estaban cubiertos por un seguro de depósitos y sometidos a una regulación estricta, mientras que los bancos de inversión se financiaban en el mercado, no podían tomar depósitos del público y no estaban afectados por la norma ni cubiertos por el seguro de depósitos.

La regulación pretendía generar estabilidad financiera y asegurar que el crédito se asignara de manera eficiente para dar soporte a la inversión (Arestis, Troncoso y Cavalcante, 2009), que es uno de los servicios fundamentales que debe

ofrecer la banca a la economía (De la Dehesa, 2009). Con esta regulación se vivió un largo periodo de crecimiento y estabilidad sin crisis que duró desde el fin de la segunda guerra mundial hasta mediados de los 70, sin ciclos apreciables y con una inflación estable.

En los años 70, con la irrupción del paradigma neoliberal, comenzó un proceso desregulador con el objeto de avanzar hacia el libre mercado y provocar un mayor crecimiento económico incentivando el ahorro privado y la competencia (Recio, 2009). Es un proceso que consiste en la derogación de reglamentaciones acerca de la actividad de las empresas y el contenido de los contratos (Estévez, 2009).

Sus partidarios esgrimían argumentos como la búsqueda de una mayor eficiencia económica a través de la libertad de mercado (Recalde, 2009), la reducción de las ineficiencias que surgen cuando el sector público y el privado compiten por los capitales produciendo distorsiones en los precios (Soto, 2010). También se consideraba que la normativa debía dejar paso a las soluciones de los técnicos y expertos, que están más capacitados para ello (Recalde, 2009).

En lo referente al negocio bancario, los cambios legislativos más importantes comenzaron en los años 80, con la desregulación de la concesión de préstamos. En Estados Unidos se promulgó la "*Depositary Institution Desregulation and Monetary Control Act*" 1980, que liberalizó la concesión de créditos, sus intereses y permitió que los bancos comerciales redujeran sus reservas. Durante la década de los 90 la tendencia desreguladora se acentuó y se introdujeron los principales cambios regulatorios. En 1994 se desreguló la actividad bancaria entre diferentes estados en Estados Unidos con la "*Riegle-Neal Act*". En 1999, la "*Gramm-Leach-Bliley Act*" derogó la "*Glass-Steagall Act*" de 1933, suprimiendo la distinción entre los negocios que pueden realizar los bancos comerciales y los bancos de inversión y propiciando la creación empresas que ofreciesen servicios de banca, de inversión y de seguros (Estévez, 2009). También legalizó la posibilidad de crear conglomerados integrados por entidades bancarias y no bancarias, como ya había ocurrido con Citigroup, que se había formado el año anterior (De la Dehesa, 2009).

La desregulación propició que las entidades financieras pudiesen intervenir en negocios que antes no estaban entre sus posibilidades y también una mayor competencia en su negocio tradicional, haciendo necesario que el gobierno corporativo de la banca evolucionase para adaptarse a la nueva situación. La desregulación facilitó también la introducción de innovaciones financieras y la creación de nuevos productos, posibilitando así el surgimiento del nuevo modelo de originar para distribuir.

3.2 La financiarización de la economía

Como consecuencia de la globalización influida por el neoliberalismo y favorecida por la liberalización y la desregulación, el entorno económico en el que las entidades bancarias desarrollan su negocio cambió notablemente. Tuvo consecuencias en el sector financiero, ya que favoreció el enorme desarrollo que ha tenido desde los años 80. A ese fenómeno se le denomina financiarización de la economía y es relevante de cara a entender la evolución de la gobernanza bancaria.

Durante las tres décadas anteriores a la presente crisis, el sector financiero ha ido adquiriendo un peso cada vez mayor. Por ejemplo, en Estados Unidos el porcentaje de beneficios del sector financiero sobre el total de los beneficios empresariales era en 2007 de un 27%, mientras en 1980 apenas llegaba al 15%

(National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011). También las transacciones de carácter financiero han aumentado significativamente: entre 1990 y 2005, el volumen de las transacciones en los mercados de acciones se han multiplicado por 9, en los de derivados por 4 y en los de divisas por 3,5 (Alvarez y Medialdea, 2009).

Si bien encontramos diferentes definiciones, a modo de síntesis podemos decir que la financiarización es el proceso de aumento de la importancia del sector financiero en la economía. Los mercados financieros, las instituciones financieras y las motivaciones financieras adquieren una relevancia cada vez mayor en las economías domésticas y en la economía internacional (Epstein, 2005). Es un fenómeno derivado del proceso globalizador analizado en los apartados precedentes y que ha supuesto un cambio fundamental en la economía.

El proceso de globalización y la consiguiente financiarización han producido una serie de transformaciones en los mercados financieros internacionales (Alvarez y Medialdea, 2010). Entre esas transformaciones, destacaremos las cuatro que han tenido importancia en la gestación de la presente crisis:

- 1- Han aumentado las imperfecciones de los mercados, principalmente las que tienen relación con las asimetrías de información entre acreedores y deudores (Mishkin, 1999). Estas asimetrías contribuyen a explicar los problemas de contagio, incertidumbre, comportamiento rebaño, etc., que se dan en los mercados y producen inestabilidad financiera (Álvarez y Medialdea, 2010).
- 2- Como los mercados financieros se han globalizado, los agentes actúan en muchos mercados diferentes y tienen la posibilidad de mover capitales de unos lugares a otros de forma rápida y barata.
- 3- Con la desaparición de la distinción entre los tipos de negocio que pueden desarrollar la banca comercial y la banca de inversión con la “*Gramm-Leach-Bliley Act*” de 1999, se han formado conglomerados que integran diferentes funciones financieras en una sola institución (banca comercial, banca de inversión, seguros, administración de patrimonios, fondos de inversión, etc.)
- 4- Los inversores institucionales han cobrado una relevancia mucho mayor (Becht, Bolton y Röell, 2002; Alvarez y Medialdea, 2010).

En el caso concreto del sector bancario, la financiarización ha tenido una consecuencias decisivas en el ámbito interno de las entidades: se han producido cambios en su gobernanza corporativa y en los modelos de gestión bancaria (Roldán, 2008; Field y Pérez, 2009; Ruiz y Urra, 2009; Purnanandan, 2010).

3.3 Transformaciones del negocio bancario: El modelo de “originar para distribuir y la innovación financiera

Este entorno económico, que iba evolucionando debido al avance de la globalización, facilitó la aparición de una nueva forma de gestionar el negocio bancario que se denominó “modelo de originar para distribuir” (*originate to distribute model*). Era una forma eficaz de conseguir rentabilidad rápidamente (Quingley, 2008). Se desarrolló, principalmente entre los bancos de inversión, en algunos países como Estados Unidos y el Reino Unido.

Al negocio de intermediación financiera que han desarrollado tradicionalmente las entidades se le puede denominar “modelo de comprar para mantener” (Roldán, 2008). En él las entidades buscan relaciones a largo plazo con los prestatarios y realizan un seguimiento de su solvencia y capacidad de pago, para evitar posibles quebrantos.

El “modelo de originar para distribuir” funciona con unos parámetros completamente distintos (Brunnermeier *et al.*, 2009; Mishkin, 2009): la entidad que concede los préstamos no es más que un intermediario entre los demandantes de préstamos y los inversores. Éstos últimos asumen el riesgo del crédito a cambio de una rentabilidad. La transferencia de riesgos se realiza a través de la titulización, mediante la cual la entidad que concedió el préstamo transfiere el riesgo de impago al suscriptor del título. De esta forma, la entidad puede conceder más préstamos sin necesidad de mayores capitales regulatorios.

Este sistema facilitaba el acceso de las economías familiares y empresas a financiación más barata, y también permitía a los inversores acceder a nuevos tipos de títulos para diversificar sus carteras según el riesgo en que desean incurrir (Bernanke, 2008; Field y Pérez, 2009). Como los riesgos financieros se reparten por todo el sistema financiero se facilita su absorción y su asunción por agentes con capacidad de gestionarlos

Hasta el estallido de la crisis, era considerado el modelo bancario del futuro, que con el tiempo sustituiría al modelo tradicional de gestión bancaria (Roldán, 2008), pero hoy en día se señala como un factor que ha favorecido la crisis actual (Catarineu y Pérez, 2008; Roldán, 2008; Brunnermeier *et al.*, 2009; Mishkin, 2009; National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011) por múltiples vías:

- Ha fomentado la concesión de préstamos con una menor calidad crediticia (Purnanandan, 2010).
- No ha producido el pretendido reparto de los riesgos en el sistema y tampoco su asunción por agentes con capacidad para gestionarlos (Field y Pérez, 2009).
- Los riesgos que se pretendían diversificar por parte de los inversores con la titulización han resultado tener una gran correlación en momentos de estrés financiero (Ruiz y Urra, 2009).
- La titulización ha evolucionado hasta crear productos financieros excesivamente complejos que no eran bien entendidos por los inversores, quienes en su mayoría no sabían el riesgo que asumían al adquirir esos productos financieros (Correia, Jiménez y Manuelito, 2009).
- El sistema de la titulización carecía de la transparencia necesaria (Correia, Jiménez y Manuelito, 2009), con lo que cuando comenzaron las dudas de los inversores, ante la imposibilidad de conocer el nivel de riesgo que tienen las distintas entidades y productos financieros, la falta de confianza se extendió rápidamente entre distintas zonas geográficas y mercados.

Otro factor estrechamente relacionado con esta nueva forma de gestión bancaria y también con la crisis es la innovación financiera. El proceso desregulador y liberalizador que se vivió en el sector financiero, posibilitó que las entidades tuvieran mayores posibilidades de introducir innovaciones. Al desdibujarse la separación entre la banca comercial, la banca de inversión y las compañías aseguradoras durante los años 90, se posibilitó que las corporaciones crearan nuevos productos complejos que combinaban elementos de los diversos ámbitos del negocio financiero.

La incorrecta gestión de la innovación financiera fue uno de los factores precipitantes más destacados de la crisis actual, tal y como lo había sido ya en crisis anteriores (Mishkin, 2009). En la crisis actual se atribuye un destacado papel a la ingeniería financiera y, más concretamente a algunas de las innovaciones que ésta ha producido (Arestis, Troncoso y Cavalcante, 2009; De la Dehesa, 2009; Stiglitz, 2010). Surgieron nuevos productos financieros que complicaban mucho la

valoración del riesgo y algunos de ellos han jugado un papel central en la crisis (Estévez, 2009). Contribuyeron también a que el sistema financiero se hiciese menos transparente y más difícil de gestionar adecuadamente.

El grueso de las innovaciones financieras que contribuyeron a la gestación y al estallido de la crisis se concentra alrededor de la titulización y la financiación estructurada, que a lo largo de las tres últimas décadas vivieron un desarrollo y evolución muy significativos y se destacan como factores clave para la crisis actual (IMF, 2008).

Durante los años anteriores a 2007 había una abundancia de capitales dispuestos a comprar ese tipo de productos, cuya relación rentabilidad-riesgo era aparentemente atractiva. Además el mercado inmobiliario permanecía en una continua escalada alcista que hacía que los inmuebles que garantizaban los préstamos hipotecarios se revalorizaban constantemente y los niveles de morosidad permanecían bajos. De esta forma, parecía que el riesgo que incorporaban los títulos era bajo, En ese entorno favorable se produjo un boom de estos productos financieros que duró hasta mediados de 2007. Entre 1995 y 2006 su volumen se multiplicó por ocho (Mortgage Bankers Association, 2010). Sin embargo, cuando comenzaron las perturbaciones financieras a partir del verano de 2007, se hicieron patentes las deficiencias en cuanto a la transparencia y las dificultades de valoración, perdiendo por ello la confianza de los inversores, que retiraron masivamente sus posiciones (BIS, 2008). Se había formado un sistema complejo y poco transparente, que impedía conocer el importe de la exposición de las entidades respecto a las hipotecas *subprime* y las pérdidas en que estaban incurriendo (Criado y Van Rixtel, 2008). Esta incertidumbre alimentó las dudas de los inversores y desembocó en una crisis de confianza que se extendió a los mercados y las entidades financieras, produciéndose finalmente la crisis de carácter global que estamos padeciendo.

El modelo de originar para distribuir fomentó una asunción excesiva de riesgos debido al alto nivel de riesgo moral que implicaba –dado que el riesgo en que las entidades incurrían con los préstamos concedidos no era soportado por la entidad prestataria, sino por unos inversores que suscribían los activos financieros mediante los que se titulizaban–. Supuso un cambio importante en la gestión bancaria y en la gobernanza. Como se consideraba que era el modelo bancario del futuro (Roldán, 2008) sirvió de modelo justificativo para consolidar una visión de la gobernanza dirigida al corto plazo, que no tenía suficientemente en cuenta los riesgos asumidos ni atendía a las consecuencias que podía tener en el futuro esa manera de gestionar el negocio.

4. EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LA BANCA Y LA CRISIS ACTUAL

4.1. Distintas perspectivas sobre el gobierno corporativo

El gobierno corporativo ha captado el interés de la literatura académica principalmente durante las últimas dos décadas, sobre todo debido a las quiebras y los escándalos empresariales que se han ido produciendo. Se han publicado numerosas investigaciones al respecto, así como una serie de códigos, leyes y principios que han intentado mejorar las normas que rigen el gobierno corporativo a fin de reforzar las debilidades que se han ido identificando. Entre estas últimas cabe destacar el conocido como “informe Cadbury” (Cadbury, 1992), la Ley Sarbanes-Oxley, que se promulgó en Estados Unidos el 30 de julio de 2002 o los principios de

la OCDE para la gobernanza corporativa (OECD, 2004). A pesar de las aportaciones realizadas durante la última década para su mejora, los problemas relacionados con el gobierno corporativo han sido señalados como claves para explicar lo ocurrido durante la presente crisis (Kirkpatrick, 2008; European Commission, 2010).

En el “informe Cadbury” se define el gobierno corporativo, o gobernanza corporativa, como un sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas (Cadbury, 1992). Implica una serie de relaciones entre las distintas partes interesadas de la empresa y aquellos que la gestionan (OECD, 2004:11; European Commission, 2010). Abarca los contratos, los procesos y los mecanismos para la toma de decisiones que pretenden asegurar que la gestión que se lleva a cabo en la empresa por parte de los directivos se alinea con los objetivos de los accionistas y de otras partes interesadas (Spong y Sullivan, 2010).

A la hora de concretar cuáles son las partes interesadas que deben ser tenidos en cuenta en la gestión de la empresa se puede adoptar más de una perspectiva (Ludescher, Mahsud y Prusia, 2012):

-Existe una visión que se basa en los planteamientos de Friedman (1962), en la que se consideraba que a la hora de fijar los objetivos del gobierno corporativo, solo se debían tener en cuenta los intereses de los accionistas (*shareholders*).

-Hay otro enfoque que adopta una perspectiva más amplia y reconoce que hay una variedad de colectivos interesados (*stakeholders*), como el personal, los clientes, proveedores, la comunidad, organismos reguladores, los pequeños inversores, etc., a quienes se debería dar la posibilidad de defender sus intereses a través de su participación en los órganos de gobierno de las entidades (Freeman, 1984) ya que, como señala Kliksberg (2010), sin ellos la empresa no puede tener éxito.

De estas dos perspectivas, la primera de ellas es la que se aplica mayoritariamente en las empresas en general y también en las entidades financieras.

Otra característica del gobierno corporativo actual es que se considera que uno de sus principales objetivos es hacer frente a las ineficiencias que se derivan de la separación entre la propiedad y el control de la empresa. Así pues, el fin de la gobernanza debe ser la alineación de la actuación de los directivos con el objetivo de la empresa para lograr la maximización de la riqueza del accionista (Stenberg, 1998).

Basándose en este enfoque del gobierno corporativo de la empresa, Sir Adrian Cadbury lo caracteriza como “un proceso a través del cual las empresas se hacen sensibles a los derechos y deseos de los accionistas” (Cadbury, 2002). De esta forma, el gobierno corporativo pretende crear mecanismos que aseguren que la dirección (agente) se rige por unos contratos, aplica unos procesos y toma unas decisiones que beneficiaran a los intereses de los propietarios de la empresa. Según los planteamientos de la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976), se trataría de solucionar los conflictos de intereses que surgen entre los accionistas (principal) y la dirección (agente) A esta visión de la gobernanza dirigida a la satisfacción de los derechos de los “shareholders”, se le atribuye un papel destacado en la gestión de la presente crisis (Alvarez y Medialdea, 2010).

4.2. El gobierno corporativo de la banca y la crisis

En la presente crisis, esta visión del gobierno corporativo ha tenido mucha importancia, sobre todo en el ámbito del sector bancario. A pesar de esa

importancia, hasta el estallido de la crisis, la investigación no se había centrado demasiado en la gobernanza de las entidades financieras, mientras que el gobierno corporativo en general había sido estudiado con intensidad.

La gestión de las entidades financieras tiene una serie de especificidades que afectan a su gobernanza, con lo que requiere la adaptación de las reglas generales de gobierno corporativo para dar respuesta a su naturaleza diferente (OECD, 2009; European Commission, 2010:4).

1-Sus actuaciones pueden tener consecuencias importantes para colectivos como los depositantes y los contribuyentes en general, en caso de quiebra de una entidad financiera, los efectos pueden salpicar a toda la economía.

2-Los gobiernos ofrecen garantías, implícitas o explícitas, de forma que se espera que intervengan a favor de las entidades en caso de problemas, lo cual influye en los incentivos que tienen los diferentes participantes en el negocio bancario

3-Algunos riesgos, como el riesgo de liquidez y el reputacional se dan con más intensidad en este sector que en otros.

4- Existen intereses contrapuestos en cuanto a preferencias por el riesgo entre los distintos grupos de interés que participan en las entidades financieras. Los accionistas están interesados en una mayor asunción de riesgos por parte de la entidad que los depositantes y otros acreedores.

4.2.1. La influencia de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de la banca

Junto con la financiarización de la economía se produjo un desarrollo sin precedentes de los inversores institucionales. Éstos (fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros principalmente), han crecido mucho desde principios de los años 80—durante la última década del siglo XX se duplicó el volumen de sus activos —, favorecidos por los procesos de liberalización y desregulación. La forma de invertir esos recursos ha ido evolucionando hacia un predominio de las acciones en detrimento de bonos y préstamos (Alvarez y Medialdea, 2010). De esta forma, cuentan con una presencia importante en el accionariado de muchas empresas, lo cual les confiere poder para influir en la gobernanza de estas (Becht, Bolton y Röell, 2002). Además la amplia liquidez de los mercados financieros actuales, fruto también de los procesos de liberalización y desregulación, les confiere la posibilidad de deshacer posiciones rápidamente en caso de que las empresas en las que invierten no cumplan con los criterios de rentabilidad y gestión que ellos consideran adecuados (Alvarez y Medialdea, 2010).

Hay numerosos estudios que afirman que el gobierno corporativo de la banca fue relevante para la gestación de la crisis actual (Kirkpatrick, 2008; OECD, 2009; Klicksberg, 2010), pero no se ha profundizado suficientemente en las razones que han hecho posible que el gobierno corporativo evolucionase en un sentido que hizo posible esa influencia. Pretendemos identificar los factores que lo provocaron, que deberían ser corregidos para evitar volver a cometer los mismos errores en el futuro.

La influencia del gobierno corporativo sobre la crisis se produjo a través de cuatro canales (Kirkpatrick, 2008; OECD, 2009):

1-Los sistemas de gestión de riesgos de las entidades, que se han mostrado incapaces de evitar la excesiva toma de riesgos.

2-Los órganos de dirección, cuya estructura y desempeño se considera que son susceptibles de mejora.

3- La naturaleza especulativa de las inversiones que realizan parte de los accionistas ya que, como señalaron Kurana y Zelleke (2009), “los inversores no se quedan en la compañía el tiempo suficiente como para preocuparse del negocio que desarrolla la empresa”. Como consecuencia de ello, la defensa de los intereses de los accionistas se dejan en manos de los gestores de la empresa. La OCDE (OECD, 2009) señala que ha sido habitual observar ese papel pasivo en los inversores institucionales.

4- Los incentivos de los directivos y las estructuras de remuneración, que se establecieron con la intención de alinear las actuaciones de los directivos de las entidades financieras con los intereses de los accionistas – principalmente con el objetivo maximizar el valor de las acciones –.

De los cuatro canales citados los dos primeros son atribuibles al ámbito interno de las propias entidades. Los otros dos se producen por la necesidad de adaptar el gobierno de las entidades a un entorno que ha cambiado mucho en las tres décadas previas a la crisis y tienen relación con los inversores institucionales.

Se puede afirmar que la gobernanza corporativa fue evolucionando debido a las preferencias de los accionistas institucionales (Gabaix y Landier, 2008). En el caso concreto de las entidades financieras, hay principalmente dos factores del gobierno corporativo de la banca que han sido identificados como causantes de la crisis, los cuales pueden ser atribuidos a la influencia de los inversores institucionales:

1- La gestión de las entidades financieras se ha dirigido excesivamente a favorecer en los intereses de los accionistas en el corto plazo (visión shareholder), (Bebchuck y Spamann, 2010).

2- Los incentivos que se ofrecían a los directivos de las entidades, que buscaban la alineación de las actuaciones de éstos con los intereses de los accionistas, incitaron a una excesiva asunción de riesgos. (Chen, Streiner y White, 2006; Mehran y Rosenberg, 2008).

4.2.2. La visión de la gobernanza bancaria cortoplacista y dirigida a los accionistas

Los accionistas son los propietarios de la empresa, lo cual justificaría que el gobierno corporativo de las entidades, se dirija a la satisfacción de sus intereses (Stenberg, 1998). Otra razón que lo justificaría es que delegan la gestión de la empresa en los directivos a través de contratos que son incompletos, ya que no pueden regular todos los factores que afectan a la relación, con lo cual deja a los accionistas en una situación de desventaja.

Este gobierno corporativo dirigido a la protección de los derechos de los accionistas se refleja en los Principios de Gobierno Corporativo que la OCDE publicó en 2004 (OECD, 2004). Consta de seis principios que pretenden ser la base para que las empresas desarrollen buenas prácticas de gobierno corporativo. En ellos se enfatiza principalmente en la protección de los accionistas (principios 2 y 3), situando a éstos como un colectivo cuyos derechos deben defenderse prioritariamente. En el principio número 4 se realiza una pequeña mención a la existencia de otras partes interesadas como empleados, acreedores y proveedores, pero se limita a señalar que deben poder acceder a la información relevante y a defender los derechos que les otorga la ley.

Este planteamiento del gobierno corporativo favorece a los inversores institucionales. Invierten una gran parte de los capitales que gestionan en acciones y

lo hacen con criterios de obtención de rentabilidad. De esta forma, si las empresas quieren contar con ellos en su accionariado, deben dirigir su gobernanza hacia los objetivos que los inversores institucionales pretenden conseguir. Al seleccionar los títulos que componen sus carteras, estos inversores tienen en cuenta cuales son las empresas que aplican los criterios de gobernanza corporativa (McCahery Starks y Sautner, 2010), los cuales les favorecen. Por tanto, dirigirán, sus inversiones a empresas cuyo objetivo principal sea la defensa de los intereses de los accionistas.

La gobernanza corporativa de los bancos, además de dirigirse hacia el enfoque *shareholder*, lo hizo con una visión cortoplacista (Guttmann, 2009). Los inversores institucionales utilizan una lógica financiera que se basa en el rendimiento de las acciones a corto plazo, trimestral o semestralmente, (European commission, 2010; Larosière, 2009). Por ello, la dirección de las empresas donde pueden participar los inversores institucionales priorizan los resultados inmediatos sobre los del largo plazo, de forma que la mejora de la cotización de la acción a corto plazo se convierte en el objetivo principal de la gestión (Guttmann, 2009).

4.2.3. Los incentivos para los directivos de las entidades

Como el objetivo principal de la gobernanza financiera pasó a ser la maximización del valor del accionista a corto plazo, la manera en que se pretendía alinear las actuaciones de los directivos también evolucionó paralelamente.

Siguiendo los planteamientos de la teoría de la agencia, se considera que los administradores en los que los propietarios delegan la gestión, tienen unos intereses y un punto de vista sobre el riesgo diferentes al de los propietarios (accionistas). Los primeros están menos dispuestos a asumir riesgos, ya que tienen todo su capital humano invertido en la empresa, al contrario que los accionistas que tienen su cartera de inversión diversificada (Denis, 2001).

Para conseguir, tal como pretende la gobernanza corporativa, que la actuación de los gerentes se alinee con los intereses de los accionistas hay dos maneras: aumentar los controles internos o bien incentivar adecuadamente a los directivos. (Lang y Jagtiani, 2010).

Los incentivos que se utilizaron preferentemente en la banca durante el periodo previo al estallido de la crisis fueron las opciones sobre acciones, “*stock options*”³ (Bebchuck y Spamann, 2010).

Lo que busca este tipo de remuneración es que los directivos, se comprometan con el objetivo de incremento de valor de mercado de la acción. Se pretende incentivarles para que sus intereses coincidan con los de los accionistas, es decir, para que su objetivo sea que la empresa aumente su valor en el mercado.

4.2.4. Gobernanza bancaria y crisis

Lo que ha ocurrido en la presente crisis sugiere que, al plantear la gobernanza de las entidades desde un punto de vista “*shareholder*” a corto plazo y

³ Se trata de instrumentos financieros derivados en los que la empresa ofrece a sus empleados, con carácter irrevocable, el derecho a comprar un determinado número de sus acciones en un momento o un periodo futuros a un precio ya convenido. Tienen un carácter personal y otorgan a su beneficiario el derecho, pero no la obligación de comprar las acciones y el resultado que obtendrá el directivo dependerá de la evolución del precio de éstas. Si, llegado el momento determinado por el contrato para ejercer la opción, las acciones cotizan a un precio superior al fijado en las *stock options* obtendrá un beneficio ejerciendo la opción, pero si fuese inferior no lo hará, de forma que no obtendrá pérdidas.

al incentivar a los directivos a través de instrumentos que también favorecían esa visión cortoplacista, se ha estimulado excesivamente la toma de riesgos.

En las entidades financieras, durante la gestación de la crisis, no se tuvo suficientemente en cuenta la propensión al riesgo que presentan los accionistas. Les puede interesar que la entidad asuma riesgos, ya que si las operaciones reportan ganancias, se beneficiarán de manera ilimitada porque, como propietarios de la compañía, participan de todo el beneficio que se obtiene, pero tienen las pérdidas limitadas al importe de su aportación.

El hecho de que también los directivos y accionistas han soportado grandes pérdidas en la crisis no resta fuerza al argumento porque, a priori, la decisión de asumir los riesgos es perfectamente racional, dado que la expectativa de la inversión es de obtener un beneficio.

Esto puede llegar a perjudicar a otros colectivos que participan en la empresa como tenedores de bonos y participaciones preferentes o el Estado, los cuales no reciben los posibles beneficios de estas operaciones arriesgadas, pero sí de las pérdidas que pueden llegar a producir (Bebchuck y Spamann, 2010).

De cara a lograr que los directivos favoreciesen los intereses de los accionistas, las entidades no prestaron una atención adecuada a los controles internos y optaron por la vía de incentivar a los directivos, principalmente con *stock options*, lo cual favoreció la aparición de la crisis (Lang y Jagtiani, 2010).

Ya en 1990 Gibbons y Murphy habían señalado algunos peligros de esta forma de compensación, que tenía consecuencias negativas para el sector y para el mercado, aunque parecían ser positivas para los resultados de la empresa. Había también estudios que afirmaban que el riesgo que asumen las entidades aumenta a medida que se incrementa el peso de las opciones sobre acciones en la remuneración de los directivos (Chen, Streiner y White, 2006) o que el efecto de ese tipo de remuneración es un aumento del riesgo que incorporan las inversiones que realiza la entidad (Mehran y Rosenberg, 2008). Sin embargo, esa fue la forma de incentivar a los directivos que se utilizó habitualmente (Bebchuck y Spamann, 2010).

Los problemas que presentaba este sistema provenían de diferentes fuentes:

1-No se utilizó de una manera adecuada, ya que en su mayoría las opciones se emitieron "*on price*" (Bebchuck y Spamann, 2010) y se aplicó sin relativizar el incremento del precio de la acción con los mayores riesgos que se asumían para conseguirlos (European Commission, 2010). El resultado fue que favoreció la excesiva asunción de riesgos por parte de las entidades financieras, lo cual favoreció la crisis.

2-No consiguió que los niveles retributivos de los directivos de las entidades estuviesen efectivamente relacionados con el desempeño por parte de éstos (Kirkpatrick, 2008), ya que presentaban una gran asimetría. Cuando la entidad aumentaba sus beneficios, se obtenía una mayor remuneración; pero cuando tenía pérdidas no se reflejaba en un menor sueldo. Además se premiaban los resultados inmediatos, descuidando la valoración de los riesgos en que se incurría para ello (Bratton y Watcher, 2010), lo cual condujo a una mayor asunción de riesgos por parte de las entidades y a una remuneración excesiva de los directivos (European Commission, 2010).

3-No estaba efectivamente supervisado por la junta general de accionistas, la cual no fue capaz de hacer que se garantizase la defensa de los intereses de la empresa a largo plazo (European Commission, 2010).

4-Los directivos se beneficiaban de un riesgo moral aún mayor que el de los accionistas, ya que se beneficiaban de todas las subidas del precio de las

acciones pero no se veían afectados en ninguna medida por sus bajadas, al tratarse de opciones y no de acciones (Bebchuck y Spamann, 2010). Además, cuando comienzan a aparecer los problemas y la cotización de las acciones de las entidades bajan, se acrecienta ese riesgo moral, ya que ante un menor valor de las acciones, que provoca que las *stock options* de los directivos pasen a estar fuera de mercado, los accionistas y directivos tienen menos que perder, de forma que tienen más incentivos aún para la toma de riesgos (Bebchuck y Spamann, 2010). De esta manera, parece adecuado pensar que tras una crisis como la presente en que también los directivos y accionistas han incurrido en grandes pérdidas, el problema del riesgo moral no ha hecho sino aumentar.

El análisis que hemos realizado hasta el momento sugiere que el modelo de gestión bancaria y la gobernanza de las entidades financieras evolucionaron a la par que lo hacía el entorno económico en el que se movían, influidos por la necesidad de adaptarse a él.

5. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

En la primavera de 2007, lo que había empezado siendo una crisis inmobiliaria comenzó a afectar a los mercados financieros en Estados Unidos, transformándose posteriormente en una gran crisis financiera con efectos globales y consecuencias cuyo alcance todavía hoy es difícil de prever. Para comprender lo ocurrido, nos fijaremos en primer lugar en la burbuja hipotecaria que se había desarrollado en Estados Unidos y algunos de los principales elementos que contribuyeron a su formación.

Durante los años previos a la crisis, en la mayoría de los países industrializados del mundo se registraron importantes incrementos en los precios de los inmuebles, generando una enorme burbuja especulativa (Akerloff y Shiller, 2009).

Esta burbuja había sido alimentada por una serie de factores que se habían producido durante los años previos a la crisis (Roubini, 2007; Nadal, 2008; De la Dehesa, 2009; UNCTAD, 2009):

- Un largo periodo de tipos de interés bajos desde los atentados de las Torres Gemelas de septiembre de 2001.
- Políticas públicas en Estados Unidos para favorecer la compra de vivienda..
- Una parte importante de la sociedad norteamericana empezó a tener acceso a la compra de vivienda a través de las denominadas hipotecas “*subprime*”, lo cual provocó un aumento de la demanda de inmuebles contribuyó a formar la burbuja.
- Tras la “crisis de las punto com”, a partir de 2001, había una importante cantidad de dinero especulativo que salió de la bolsa para dirigirse a inversiones inmobiliarias.
- Se expandió notablemente la titulización como forma de conseguir liquidez por parte de las entidades financieras.

El gobierno corporativo de las entidades financieras y el nuevo modelo bancario contribuyeron a esta burbuja porque provocaban un aumento de la demanda en el mercado inmobiliario mediante una excesiva concesión de préstamos, ayudando así a formar la burbuja que, al estallar, desencadenó la crisis.

Uno de elementos fundamentales de la burbuja inmobiliaria de Estados Unidos fue la fuerte expansión que vivieron las hipotecas *subprime* durante el periodo anterior a la crisis, que luego resultó ser un factor clave en lo ocurrido a partir de 2007 (Frame, Lehnert y Prescott, 2008; De la Dehesa, 2009; Stiglitz, 2010).

Hipotecas *subprime* son las concedidas a prestatarios con un historial crediticio, una solvencia o una capacidad de pago no adecuadas (Frame, Lehnert y Prescott, 2008) e incorporan, por tanto, un riesgo de impago mayor. Debido a ello tienen unos intereses y unas comisiones superiores a las habituales, con lo que la rentabilidad para la entidad es también mayor. Esta búsqueda de rentabilidad a corto plazo hizo que se descuidara la gestión de los riesgos financieros y los efectos de éstos en el largo plazo sobre las entidades. Uno de los elementos que impulsó estas actitudes fue la excesiva fijación en el corto plazo que caracterizaba a la gobernanza de las entidades de crédito en el periodo previo a la crisis.

Para salvar el escollo de la falta de capacidad económica adecuada para responder a las cuotas mensuales, se utilizaban hipotecas con unas características especiales. Aprovechando los bajos intereses, los bancos comercializaron para este tipo de clientes hipotecas a tipo variable (*adjustable rate mortgages*), a pesar de que en Estados Unidos, históricamente, lo habitual habían sido las hipotecas a tipo fijo (Frame, Lehnert y Prescott, 2008). También se solían acordar periodos de carencia los primeros años, durante los cuales solo se pagaban intereses (*interest-only mortgages*). Se concedían así mismo préstamos de ingreso declarado y préstamos sin documentación (*stated income loans, no doc mortgages*), en los que el prestatario no justificaba de sus ingresos, propiedades, solvencia, etc. Con esos productos se conseguía que el prestatario lograra responder a la cuota mensual.

La concesión de la hipoteca se justificaba con la idea de que el valor del inmueble subiría y se podrían solucionar los previsibles problemas de impago refinanciando la hipoteca en un futuro. Con la refinanciación, al deudor se le concedía un nuevo préstamo de mayor importe. La operación era posible porque el inmueble que garantizaba la operación se había revalorizado, con lo que se cancelaba el préstamo anterior e incluso se podía conceder un capital adicional para otros usos. Esta nueva operación reportaba nuevos beneficios a corto plazo, en forma de comisiones, a las entidades que las concedían.

Los datos muestran que este segmento hipotecario creció ostensiblemente entre 2003 y 2006, tanto en volumen absoluto como en el porcentaje del total de hipotecas, pasando de ser el 8,5% del total en 2003 a ser el 20,1 % tres años después. En 2006, año en que el volumen de concesiones de hipotecas subprime tocaron techo, de los 2.980.000 millones de dólares en hipotecas que se concedieron en total en Estados Unidos, 600.000 millones de dólares correspondían a este segmento (Mortgage Bankers Association, 2010).

A partir de 2006 se produjo un fuerte aumento de los impagados en este tipo de hipotecas, provocado principalmente por una importante subida de los tipos de interés, que pasaron de un 2% a un 5,25% en un corto periodo de tiempo en 2006. Los precios de los inmuebles tocaron techo en junio de 2006 y comenzaron a bajar,

De esta forma, dejó de existir la posibilidad de refinanciar las hipotecas. De esta forma, ante el encarecimiento de las cuotas de la hipoteca debido a la subida de tipos, los bancos comenzaron a recibir gran cantidad de inmuebles por ejecución de hipotecas o por “dación en pago”⁴. Los bancos intentaban vender esos inmuebles, aumentando la oferta y acentuando aún más la caída de sus precios. Así las dificultades del mercado inmobiliario se empezaron a trasladar a las entidades financieras, las cuales tenían problemas para recuperar el dinero prestado.

⁴ Las hipotecas que se conceden habitualmente en algunos países, como Estados Unidos, son diferentes a las que conocemos en nuestro país, ya que en caso de no poder pagar, el deudor entrega el inmueble hipotecado al banco y la deuda queda saldada (lo que en España se conoce como “dación en pago”).

En 2007 las entidades financieras comenzaron a revelar sus problemas debido a su exposición a las hipotecas subprime y su titulización y se desencadenó la crisis actual.

Esta crisis, atendiendo a la clasificación según el ámbito económico afectado, se puede calificar como crisis bancaria. Las crisis de ese tipo se caracterizan por la incapacidad de los bancos para cubrir las demandas de los depositantes (Parodi, 2009). Los bancos suspenden la convertibilidad interna de sus pasivos debido a quiebras o retiradas masivas de depósitos (IMF, 1998). Para identificarlas, hay autores que utilizan indicadores cuantitativos como el porcentaje de préstamos morosos de los bancos o el porcentaje del PIB que los gobiernos dedican a los rescates bancarios (Shen, 2000). Otros autores aplican criterios cualitativos e identifican estas crisis con la ocurrencia de una serie de hechos como pánicos bancarios, quiebras y fusiones de entidades, intervenciones de bancos por parte de los gobiernos etc. (Kaminsky y Reinhart, 1999), etc.

En el caso actual, han estado presentes todos esos elementos, evidenciando que el sector bancario ha jugado un papel destacado en la gestación y estallido de la crisis.

Atendiendo a las causas a las que se atribuyen el origen de las crisis, se han presentado numerosos modelos explicativos de crisis financieras, que se suelen agrupar en modelos de primera, segunda, tercera y cuarta generación.

Los modelos que nos sirven para entender el presente episodio son los de tercera generación, que explican la crisis, entre otras, por las siguientes causas:

- Los problemas de agencia (Requeijo, 2006).

- El riesgo moral, favorecido por una regulación y supervisión bancarias inadecuadas y por las garantías de los gobiernos sobre los depósitos bancarios. Provoca una situación de sobreendeudamiento que puede producir una crisis ante cualquier shock externo o interno (Krugman, 1998, Corsetti, Pesenti y Roubini, 1999).

- La desconfianza de los agentes participantes y de los inversores internacionales en el sistema bancario, que provoca salidas de capitales y precipita la crisis, debido al autocumplimiento de las expectativas (Allen y Gale, 1998).

En la crisis actual, se identifican características de algunos de los modelos de tercera generación (se han producido problemas de agencia, de riesgo moral, sobreendeudamiento, desconfianza de los inversores y de los propios bancos en la solvencia de las entidades financieras (Stiglitz, 2010), etc.). Todas ellas están relacionadas con la actuación de las entidades financieras y son atribuibles a su gobierno corporativo, así como a su excesivo interés por la satisfacción de los intereses de los accionistas y por la obtención de resultados a corto plazo.

6. CONCLUSIONES

Nuestro estudio pone de manifiesto que la crisis actual es una crisis financiera con un carácter fundamentalmente bancario, habiendo sido el sector bancario determinante para su formación.

El marco en el que las entidades financieras desarrollan su negocio ha cambiado de manera muy importante durante las tres décadas precedentes al estallido de la crisis. Esta evolución del entorno ha sido determinante en los cambios que se han producido en la gestión de las entidades, los cuales han posibilitado actuaciones de los bancos que han sido fundamentales para la crisis.

En cuanto a los cambios que se dieron en el entorno económico, cabe destacar el papel jugado por el neoliberalismo, que ha sido el pensamiento económico dominante en el último cuarto del siglo XX. Ha sido la teoría sobre la que se han apoyado las políticas económicas a partir de los años 80 y se basa en supuestos como la racionalidad de los agentes y la eficiencia de los mercados, que pueden ser cuestionados. Siguiendo esta teoría, se ha impulsado la liberalización y la desregulación con el propósito de tender al libre mercado donde los agentes financieros actuarían con mayor libertad. De esta forma, se ha favorecido el desarrollo de la globalización financiera pero también ha facilitado que las entidades financieras actúen con un menor control y ha posibilitado actuaciones no adecuadas por parte de éstas.

Una de las consecuencias de la globalización financiera que más relevancia ha tenido de cara a explicar la crisis actual ha sido un incremento del peso del sector financiero en la economía (financiarización). A la vez que crecía el sector, los inversores financieros también lo hacían, adquiriendo un poder cada vez mayor, que utilizaron para influir en la gobernanza corporativa de las empresas donde participaban, favoreciendo una visión Shareholder de la gestión.

La banca se ha adaptado al nuevo entorno globalizado, neoliberal, desregulado y liberalizado, dando lugar a un nuevo modelo de negocio bancario denominado “modelo de originar para distribuir”, al que se relaciona directamente con la formación de la crisis actual y a través de la evolución de su gobierno corporativo.

El gobierno corporativo de la banca ha jugado un papel determinante en la gestación de la crisis actual a través de dos factores principales: la visión “shareholder” que se ha aplicado, que ha propiciado un planteamiento del negocio bancario excesivamente cortoplacista; y los incentivos con que se pretendía alinear las actuaciones de sus directivos con los intereses de la entidad.

En resumen, la principal aportación del presente trabajo es analizar desde una perspectiva diferente la implicación de la gobernanza de las entidades financieras en la crisis actual. Además de analizar el papel jugado por el gobierno corporativo de la banca, contribuye a explicar las causas que lo han propiciado. A partir de ello, se sugiere que las reformas que deben introducirse para evitar que se repita lo ocurrido en la crisis deben abarcar aspectos estructurales en la forma de gobernar las entidades financieras. Entre estos aspectos, destacamos la posible conveniencia de tomar en consideración los intereses de otros stakeholders de las entidades financieras, además de los intereses de los accionistas e incluso aspectos más profundos relacionados con la regulación y la limitación del libre mercado.

Estas conclusiones deben medirse teniendo en cuenta que el estudio tiene una limitación en cuanto a que se trata de un análisis teórico que no hemos contrastado empíricamente con datos cuantitativos. Además se centra en el caso concreto de la presente crisis económica, no siendo aplicable para explicar crisis anteriores, debido a la casuística particular del episodio actual.

En esta línea, sería interesante, por un lado, un contraste empírico y, por otro lado, profundizar en el análisis de la gestión de los riesgos en las entidades financieras. En particular en el riesgo moral que ha provocado una excesiva asunción de riesgos.

BIBLIOGRAFÍA

- AIZENMAN, J. (2002): "Financial opening: evidence and policy options". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 8900.
- AKERLOF, G. y SHILLER, R. (2009): *Animal Spirits, como influye la psicología humana en la economía*, Planeta DeAgostini, Barcelona.
- ALLEN, F y GALE, D. (1998): "Optimal financial crises". *The Journal of Finance*, 53, 1.245-1.284.
- ALVAREZ, N y MEDIALDEA, B. (2009): "Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas", *Viento Sur*, 100, 21-32.
- ALVAREZ, N y MEDIALDEA, B. (2010): "La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales", *Revista de Economía Mundial*, 24, 165-191.
- ARESTIS, P.; TRONCOSO, C. y CAVALCANTE, A. (2009): "La actual crisis financiera: ¿el fin de la liberalización financiera?", *Ekonomiaz*, 72, 12-33.
- BEBCHUK, L. y SPAMANN, H. (2010): "Regulating bankers' pay". *Georgetown Law Journal*, 98, 2, 247-287.
- BECHT, M.; BOLTON, P. y RÖELL, A. (2002): "Corporate governance and control", en *Handbook of economics and finance*, ed. CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M. y STULZ, R. Amsterdam: North Holland.
- BERNANKE, B (2008): "Addressing Weaknesses in the Global Financial Markets: The Report of the President's Working Group on Financial Markets", discurso en el *Affairs Council of Greater Richmond's Virginia Global Ambassador Award Luncheon*, celebrado en Richmond (Virginia) el día 10-04-2008.
- BIS (2008): *BIS 78th Annual Report*. BIS, Basilea. Disponible en: <http://www.bis.org/events/agm2008/ar2008o.htm>
- BORDO, M.; EICHENGREEN, B.; KLINGEBIEL, D. y MARTÍNEZ-PEIRA, M.S. (2001): "Is the crisis problem growing more severe?", *Economic Policy, A European Forum*, 16 (32), 53-82.
- BRATTON, W. M. y WACHTER, M. (2010): "The case Against Shareholder Empowerment", *University of Pennsylvania Law Review*, 158, 653-728.
- BRUNNERMEIER, M.; CROCKET, A.; GOODHART, C.; HELLWIG, M.; PERSAUD, A. y SHIN, H. (2009): "The Fundamental Principles of Financial Regulation", *International Center for Monetary and Banking Studies*, Princeton University Preliminary Conference Draft Geneva Report on the World Economy 11.
- CADBURY, A. (1992): *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee & Co Ltd, Reino Unido

- CALVO, G. y MENDOZA, E. (2000): "Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets", *Journal of International Economics*, 51(1), 79-113.
- CATARINEU, E. y PÉREZ, D. (2008): "La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial", *Estabilidad financiera*, 14, 88-121.
- CHEN, C.R.; STEINER, T.L. y WHYTE, A.M. (2006): "Does stock option-based executive compensation induce risk-taking? An analysis of the banking industry", *Journal of Banking and Finance*, 30, 915-945.
- CORREIA, F.; JIMÉNEZ, L.F. y MANUELITO, S. (2009): "Regulación y supervisión financiera: lecciones de la crisis para América Latina y el Caribe", *Revista CEPAL*, 99, 7-23.
- CORSETTI, G.; PESENTI, P. y ROUBINI, N. (1999): "What caused the Asian currency and financial crisis?", *Japan and the World Economy*, 11, 3, 305-373.
- CRIADO, S. y VAN RIXTEL, A. (2008): "La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción General", *Documentos Ocasionales Banco de España*, 0808.
- DE LA DEHESA, G. (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, Alianza Editorial, Madrid.
- DENIS, D.K. (2001): "Twenty-five years of corporate governance research...and counting". *Review of Financial Economics*, 10, 191-212.
- DE SANTIS, G. y IMROHOROGU, S. (1997): "Stock returns and volatility in emerging financial markets", *Journal of International Money and Finance*, 16 (4,) 561-579.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985): "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, 19, 1-24.
- EDISON, H.; LEVINE, R.; RICCI, L. y SLØK, T. (2002): "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Monetary and Finance*, 21, 749-776.
- ESTEVEZ, J. (2009): "El hábitat de los especuladores", *Papeles de relaciones ecosociales y cambio global*, 105, 81-91.
- EUROPEAN COMMISSION (2010): *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, European Commission, junio, Bruselas
- FIELD, L y PÉREZ, D. (2009): "El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el informe Larosière", *Estabilidad financiera*, 16, 42-62.

- FRAME, S.; LEHNERT A.y PRESCOTT N. (2008): "A Snapshot of Mortgage Conditions with an Emphasis on Subprime Mortgage Performance". *United States of America Federal Reserve*. Disponible en: http://federalreserveonline.org/pdf/mf_knowledgesnapshot_082708.pdf
- FREEMAN, R.E. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.
- FRIEDMAN, M. (1962): *Capitalism and Freedom*: University of Chicago Press and Phoenix Books.
- GABAIX, X. y LANDIER, A. (2008): "Why Has CEO Pay Increased So Much?" *Quarterly Journal of Economics*, 123 (1), 49-100.
- GIBBONS, R. y MURPHY, K.J. (1990): "Relative performance evaluation for chief executive officers", *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 30-51.
- GUTTMANN, R. (2009), "Introducción al capitalismo conducido por las finanzas". *Ola Financiera*, 2, 20-56.
- HARVEY, D. (2007): *Breve historia del neoliberalismo*. Akal, Madrid. Versión inglesa HARVEY, D. (2005): *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford University Press, Oxford.
- IMF (1998): *Financial crises: characteristics and Indicators of Vulnerability*, *IMF World Economic Outlook*, cap. 4, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- IMF (2006): *How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?* *IMF World Economic Outlook*, cap.4, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- IMF (2008): *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risk and Restoring Financial Soundness*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- KAMINSKY, G.L.; LINZONDO, S. y REINHART, C.M. (1998): "Leading indicators of currency crises", *International Monetary Fund (IMF) Staff Papers*, 45.
- KAMINSKY, G.L. y REINHART, C.M. (1999): "The Twin Crises: the Causes of banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, 89 (3), 473-500.
- KELLER, W. (2002): "International Technology Diffusion". *Centre for Economic Policy Research, (CEPR) Discussion Paper*, 3133.
- KIRKPATRICK, G. (2008): *The corporate governance lessons from the financial crisis*, OECD Publications, París.

- KLIKSBERG, B. (2010): "Las fallas en el gobierno corporativo. Un tema clave en la crisis económica mundial", *Revista del CLAD reforma y democracia*, 47, 71-88.
- KRUGMAN, P. (1998): "The role of geography in development", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington D.C.
- KURANA, R y ZELLEKE, A. (2009): "You can cap the pay, but the greed will go on", *The Washington Post*, día 08-02-2009.
- LANG, W. y JAGTIANI, J. A. (2010): "The mortgage and financial crises: The role of credit risk management and corporate governance", *Atlantic Economic Journal*, 38, 123-144.
- LAROSIÈRE, J. de (2009): *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels.
- LUDESCHER, J.C.; MASHUD, R. y PRUSIA, G.E. (2012): "We Are the Corporation: Dispersive CSR", *Business and Society Review*, 117 (1), 55-88.
- MCCAHERY, J. A.; STARKS, L T. y SAUTNER, Z. (2010): "Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors", *Tilburg Law School Research Paper*, 10/2010.
- MEHRAN, H. y ROSENBERG, J. (2008): "The effects of employee stock options on bank investment choice, borrowing, and capital", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 305.
- MISHKIN, F. (1999): "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 3–20.
- MISHKIN, F. (2009): "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 14.678.
- MORTGAGE BANKERS ASSOCIATION (2010): *National Delinquency Survey Q1 2010* disponible en: <http://www.mbaa.org/files/Research/NDSQ110flyer.pdf>
- NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES (2011): *The Financial Crisis Inquiry Report*, U.S. Government Printing Office, Washington, DC.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2004): *OECD principles of corporate governance*, OECD Publications, París
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development).(2009): *Corporate Governance and the Financial Crisis. Key findings and main messages*, OECD Publications, París

- PURNANANDAN, A. (2010): "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis", *Review of Financial Studies*, 24 (9), 1.881-1.915.
- QUIGLEY, J. M. (2008): "Compensation and incentives in the mortgage business". *Economists' Voice*, octubre.
- RECALDE, A (2009): "El papel del "Derecho" en la crisis. Algunos aspectos de la regulación financiera y de las grandes empresas en su relación con la Economía", *Laboratorio de alternativas documento de trabajo* 150/2009.
- RECIO, A. (2009): "La crisis del neoliberalismo", *Revista de economía crítica*, 7, 96-117.
- REQUEIJO, J. (2006): *Anatomía de las crisis financieras*. MacGraw-Hill, Madrid.
- RICHARDS, A. (1996): "Volatility and predictability in national stock markets: how do emerging and mature markets differ?", *International Monetary Fund (IMF) Staff Paper*, 43, 461-501.
- RODRIK, D. (2001): "Trading in Illusions", *Foreign Policy*, 123, 55–62.
- ROLDAN, J.M. (2008): "El papel del modelo de «originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007", *Estabilidad financiera*, 15, 9-20.
- ROUBINI, N. (2007): "Worse than LTCM: Not Just a Liquidity Crisis; Rather a Credit Crisis and Crunch". Disponible en: <http://www.economonitor.com/nouriel/2007/08/09/worse-than-ltcm-not-just-a-liquidity-crisis-rather-a-credit-crisis-and-crunch/>
- RUIZ, V. y URRRA, I. (2009): "Impacto de la crisis en el modelo de gestión de activos", *Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles*, 179, 28-37.
- SHEN, CH. (2000): "Banking and Currency Crises: Are They Really Twin?". Disponible en: <http://www.ib.nccu.edu.tw/IEcenter/Home2/Paper/shen.pdf>
- SOTO, R. (2010) "Desregulación financiera y finanzas públicas en México", *Economía Informa*, 362, 48-58.
- SPONG, K. y SULLIVAN, R.J. (2010): "Bank Ownership and Risk Taking: Improving Corporate Governance in Banking after the Crisis" en, BARTH, J. R.; WIHLBORG, C.; y CHEN, L. editores, *Handbook on Banking and governance*, Edward Elgar, 2012.
- STERNBERG, E. (1998): *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*, Institute of Economic Affairs, Londres
- STIGLITZ, J.E. (2002): *El malestar en la globalización*, Taurus, Madrid.
- STIGLITZ, J.E. (2010): *Caída libre*, Taurus, Madrid.

UNCTAD-Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (2009):
“La crisis económica mundial: Fallos sistémicos y remedios multilaterales”,
disponible en: [http://www.unctad.org/templates/WebFlyer.asp?
intItemID=4776 &lang=3](http://www.unctad.org/templates/WebFlyer.asp?intItemID=4776 &lang=3)

URIONABARRENETXEA, S; BAÑALES, A. y GARCÍA J.D. (2009): “Análisis de los
factores determinantes del crecimiento de la economía real en un contexto
de globalización financiera”, *Revista de Economía Mundial*, 22, 221-246.

ZAMIL, S. (2010): “El día del juicio”, *Finanzas & Desarrollo*, 47 (3), 44-47.