

**ESTABILIDAD FINANCIERA**

**05/2009**

**N.º 16**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema









**ESTABILIDAD FINANCIERA MAYO 2009**

Número 16

*ESTABILIDAD FINANCIERA* es una revista semestral que tiene como objetivo servir de plataforma de comunicación y diálogo sobre cualquier aspecto relativo a la estabilidad financiera, con especial dedicación a las cuestiones de regulación y supervisión prudenciales.

*ESTABILIDAD FINANCIERA* es una publicación abierta, en la que, junto a contenidos institucionales, tienen cabida colaboraciones personales de investigadores y profesionales del sector financiero, que serán sometidas a un proceso de evaluación anónima. Los trabajos y comentarios sobre la revista deberán enviarse a la dirección de correo electrónico (ef@bde.es).

Consejo Editorial de *ESTABILIDAD FINANCIERA*: Javier Aríztegui (Banco de España), Gonzalo Gil (Banco Pastor), Rafael Repullo (CEMFI), Vicente Salas (Universidad de Zaragoza), Julio Segura (CNMV) y Xavier Freixas (Universitat Pompeu Fabra).  
Secretario del Consejo: Ricardo Fernández (Banco de España).

**Los artículos firmados son responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco de España.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2009

© Autores colaboradores externos:

Charles Goodhart  
Jordi Gual  
Ángel Berges Lobera  
Enrique Martín Barragán  
Rafel Crespi Cladera  
Bartolomé Pascual Fuster  
Esteban F. van Hemmen

ISSN: 1579-2498 (edición impresa)

ISSN: 1579-3621 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 22994-2003

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## ÍNDICE

<b>Procyclicality and financial regulation</b>	9
Charles Goodhart	
<b>El carácter procíclico del sistema financiero</b>	21
Jordi Gual	
<b>El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el Informe Larosière</b>	41
Linette Field y Daniel Pérez	
<b>El impacto de la Circular de Solvencia en las entidades financieras</b>	63
Ángel Berges Lobera y Enrique Martín Barragán	
<b>Las prácticas de gobierno corporativo de las entidades bancarias cotizadas en España en 2004-2007. Análisis comparado con el mercado continuo</b>	81
Rafel Crespí Cladera y Bartolomé Pascual Fuster	
<b>Formalismo judicial, control e incentivos en el concurso de acreedores</b>	111
Esteban F. van Hemmen	





## PROCYCLICALITY AND FINANCIAL REGULATION

Charles Goodhart (\*)

(\*) Charles Goodhart is Professor Emeritus of Banking and Finance and Director of the Research Programme in Financial Regulation of the Financial Markets Group at the London School of Economics.  
This article is the exclusive responsibility of the author and does not necessarily reflect the opinion of the Banco de España.



### 1 Introduction

Much analytical and empirical work was done to warn that the combined introduction of Basel II and the new IFRS 'mark-to-market' accounting system would have a significant, and potentially dangerous, impact on the procyclical variation of banks' required capital adequacy ratios. I have been involved in several of these exercises [Danielsson, et al, (2001); Goodhart, Hofmann and Segovino (2004); Goodhart and Segoviano (2004); Segoviano, Goodhart and Hofmann (2006); Goodhart and Taylor (2007)].

In a recent paper by Repullo and Suárez (2009), they conclude that,

"the new requirements might imply a substantial increase in the procyclicality induced by bank capital regulation. Specifically, despite banks taking precautions and holding larger buffers during expansions in order to have a reserve of capital for the time when a recession comes (and capital requirements rise), the arrival of recessions is normally associated with a sizeable credit crunch, as capital constrained banks are induced to ration credit to some of their dependent borrowers."

Although more work does need to be done to quantify the extent of such procyclicality, the existence of such an effect and the basic reasons why it has occurred are now widely accepted, and deplored. The Appendix by Brandon Davies gives an example of such an assessment.

Basel II and IFRS were not introduced out of some perverse wish to destabilise the world's financial system, though they have, alas, played a supporting role in that outcome. Indeed Basel II incorporates best available current thinking on micro-prudential behaviour for individual banks, and 'mark-to-market' may have unfortunate systemic side effects, but, like democracy, only seems to give such bad results, until you have tried all the other alternatives, which are generally (much) worse. It is the theme of our Geneva Report by Brunnermeier, et al., (January 2009) that Basel II and IFRS do not need to be rejected, but rather supplemented by effective counter-cyclical instruments, which need to be sufficiently powerful to overcome and even to reverse the procyclical tendencies of Basel II and IFRS.

The Spanish dynamic pre-provisioning scheme has been the first such counter-cyclical instrument. It is one of a set of potential counter-cyclical instruments, and one of the purposes of this paper is to outline the potential extent of this set. This Spanish scheme has run into difficulties with the accounting profession, because the future downturn, and accompanying defaults and non-performing-loans (NPLs), are hypothetical and expectational, rather than tangible and individually identifiable.

While some of these issues are specific to the details of the Spanish scheme, and may be capable of remedy, this is a particular example of a more general human failing, which is a myopic tendency to extrapolate recent developments, especially when these have been good, into the longer term future.

By most standards the fifteen years between 1992 and 2007 were a 'Golden Age'. Growth was steady, and by historical standards quite rapid; inflation was reduced and then kept to target. Unemployment and interest rates fell to low levels and were held there. It was more than a 'great moderation'; it was a triumph. As the engineers of this promised land, Central

Bankers were feted and lauded. Politicians claimed to have abolished the cycle of boom and bust. The sub-prime mortgage market was viewed as a splendid innovation, extending the benefits of home-ownership to a swathe of formerly disadvantaged citizens (and immigrants). And so it was, so long as nominal housing prices continued to rise on average (across the country-wide pool of mortgages).

The prior two examples of great systemic financial crashes in the 20th century, to wit USA in the 1920s and Japan in the 1980s, also occurred after Golden Ages with rapid (and quite steady) growth and low inflation. When conditions have become so favourable, risk will appear to be low, and asset price increases almost assured. Against this background only the faint-hearted refrain from debt-enhanced expansion.

## **2 *Rowing Against the Tide***

So, regulatory action to counteract booms will always be unpopular. In a boom, everything is going well. It is natural, and self-serving, for all concerned, financiers, investors, politicians and borrowers to assert, and often to believe, that the good times are due to their own personal skills and acumen. There will be confident assertions that this is no temporary bubble, but due to a more fundamental improvement in productivity, or risk management, or technical innovation, or whatever. Almost all concerned will want to believe that.

As McChesney Martin stated, it is the Central Bank's role 'to take away the punch bowl just when the party gets going'. But that is a deeply unpopular role. Many, if not most, of Alan Greenspan's arguments for not attempting to mitigate asset price bubbles represented an appreciation of the unpopularity of such an exercise.

If counter-cyclical measures are going to be unpopular when imposed in a boom, they will have to be rule-based. Only a rule, perhaps introduced in the aftermath of a financial crisis, will be a sufficient commitment device to ensure that such an unpopular step is taken when required. In a sense regulators/supervisors already had full discretionary powers to introduce as strong counter-cyclical powers as might possibly be needed, under Pillar 2 of Basel II. But they were not used to this end, and probably never would be. It is a standard, and effective, example of time inconsistency.

There are several reasons why adjustment of official short term interest rates should not be the chief, or even perhaps one of the, instrument(s) for mitigating asset price bubbles and busts. Despite the attention currently being given to the restoration of financial stability, the achievement of price stability (inflation targets) remains the primary objective of Central Banks. These Central Banks have successfully used their control over interest rates to achieve their inflation targets. The Tinbergen principle of assigning one single instrument to each separate objective remains. It would hardly be possible to envisage Central Banks using some alternative instrument,<sup>1</sup> other than short-term interest rates, for the control of inflation. Hence if interest rates were to be used 'to lean into the wind' against asset price cycles, it would have to involve a discretionary trade-off between the two objectives (inflation and asset-price stability). As noted above, such discretionary adjustments will not in practice be employed for the stabilisation of asset prices, as Greenspan foresaw. Instead, we need separate counter-cyclical instruments. We turn to these now.

## **3 *Measures and Instruments***

There are a number of measures that can be applied to the individual bank, or financial institution to assess its contribution to systemic cycles. These include the leverage ratio, and the

---

1. Remembering that, until the zero lower-bound for interest rates is reached, monetary aggregate quantities are the dual of interest rates. An interest rate implies a monetary quantity, and vice versa.

growth rate of certain balance sheet items, e.g. total assets, total private sector deposits, bank lending to the private sector, etc. One concern here is that high leverage, or the fast growth of an individual bank, might be of somewhat less systematic concern if the system as a whole is less extended.

So, one might want to interact individual bank measures of expansion with an aggregate (national) measure relating perhaps to average leverage ratios, overall growth rates of bank lending, or measures external to the financial system, such as growth rates of certain sets of asset prices, or GDP (see Repullo, Saurina and Trucharte, 2009).<sup>2</sup> Thus if one was using leverage ratios as one's national measure, the constraint that would apply to each individual institution's leverage ratio would be a function of the average nation-wide leverage ratio.<sup>3</sup> For example assume that the penalty to be applied to the leverage ratio was  $x$  for each bank, then  $x$  itself could be a function of the average nation-wide level; and the same procedure could be applied to a measure of bank credit expansion.

If the sanction against excessive expansion was severe and/or long-lived, the regulated would have a strong incentive to shift its expansion outside the ambit of the control, and there would be some competitive advantage to the unregulated to take up such business. Disintermediation would occur, see the Appendix to the Geneva Report. Regulators and supervisors have to be aware and alert to try to limit this inevitable process.

When the authorities have chosen their preferred measure(s) of the extent to which a financial intermediary is contributing to systemic (over or under) expansion, the next stage is to translate that into a macro-prudential instrument. This has been done, for example in Spain, by applying bank credit expansion to dynamic provisioning, and in the USA, via the 1991 Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, and now in Switzerland, by applying targets, sanctions for shortfalls, and minima to leverage ratios. In our Geneva Report we propose interacting these measure(s) with the pre-existing Basel II Tier 1 ratio.

A wide range of combinations is possible. Thus one could relate provisioning to leverage ratios, or apply targets, sanctions for shortfalls and minima in capital ratios to bank credit expansion. Which combination of measure and instrument is best could be another subject for research, and the ultimate judgement would involve a number of considerations, e.g. efficacy, ease of avoidance, simplicity, consistency with accountancy and tax regimes, etc.

A further issue relates to liquidity. The ability of a financial system to ride out a cyclical down-turn, or bust, in asset prices depends not only on how far it has extended its asset portfolio, but also on the structure of its liabilities. If there is no maturity mismatch, it can get through such a bust relatively unscathed. So, as we argue in Chapter 5 of the Geneva Report, there needs to be both measures of maturity mismatch, and an instrument to induce financial intermediaries to control the extent of such a mismatch. In our Geneva Report we propose, once again, interacting it with the (Basel II) capital requirement, though this has provoked the response whether we may be putting too much weight on the use of time and state-varying capital requirements. This may well be so, but what are the alternatives?

---

<sup>2</sup> I am less keen on the use of measures of GDP or goods inflation because history has shown that the worst financial crises erupt after periods of stability, with steady and moderate growth and not much inflation, e.g. USA, 1929; Japan 1990; USA and Europe 2007. This is the Minsky hypothesis that stability in the economy breeds instability in the financial system. <sup>3</sup> High leverage and fast credit expansion tend to be positively correlated. Which macro-prudential measure, or set of measures, has been most closely associated with asset price cycles should be a continuing subject for empirical research.

#### **4 To Which Institutions should such Instruments be Applied?**

An individually systemic institution, or market, is one which cannot be shut down,<sup>4</sup> closed or liquidated without unacceptable effects on the functioning of the rest of the system (externalities). Whether an institution is systemic in this sense will, however, depend on circumstances. It is easier to liquidate a bank which has been brought to its knees by fraud in good times (e.g. Barings 1995), than one which has problems with its loan book in bad times (e.g. Northern Rock 2007). Even so, regulators and supervisors need to consider, in advance, the criteria which should determine whether an institution was systemic, and even to make a provisional listing of such institutions.<sup>5</sup>

Such individually systemic institutions need to have both macro-prudential controls, e.g. on leverage and rates of expansion, and micro-prudential controls on their individual riskiness, e.g. limits on concentration and Basel II capital adequacy requirements. Some commentators have gone further and have argued that regulatory requirements should be more closely calibrated to the institutions' relative systemic foot-print, so that the (largest) most systemic institution gets the toughest regulation, with gradual easing as the institutions become (smaller) less systemic.

I doubt whether it is, as yet, practicable or feasible to do this. While there are ways to measure the systemic impact of any particular institution's failure on the rest of the financial system, e.g. Segoviano and Goodhart (2009), they are novel, untried in practice, and time and state varying. We regard it as premature to use these to set relative capital adequacy requirements (CARs), though we do think that all regulators/supervisors should use and monitor current developments via such measurement techniques.

So we would, for the time being, just have a divide between those institutions which are individually systemic, and those that are not. Those that are should be subject both to macro-prudential and to micro-prudential regulations. But what about those that are below this line, i.e. not individually systemic. In the Geneva Report we have divided these latter into three categories, being:

- 1 not individually systemic, but 'systemic as part of a herd';
- 2 large, but not levered nor mis-matched;
- 3 tinies

Let us take these in reverse order, tinies first. The tiny institutions are clearly not systemic, and do not need any macro-prudential control. But depositors and clients need as much, or even more, customer protection as with larger (and more experienced) institutions. The emphasis in this case needs to be on customer protection and prevention of fraud. Sufficient micro-prudential control needs to be applied for this purpose.

---

4. This does not mean that management, shareholders or other junior creditors, e.g. subordinated debt holders, need to have their positions maintained, rather the reverse. The more that an institution is 'too big to close down', the more that it is essential to disenfranchise the senior management, the shareholders, and, perhaps, the subordinated debt-holders after a bail-out, in order to avoid moral hazard. Moral hazard is a syndrome attached to human decision-makers, not to impersonal institutions. There are, however, disadvantages connected with such disenfranchisement, (on account of concern with moral hazard). When equity/debt holders in institutions similar to the failed (but rescued bank) see the penalties imposed, they too will run, making it more difficult for such similar banks to raise additional capital, and thus to remain in business. 5. Since such a listing is somewhat arbitrary and subjective, and would also be time and state-varying, and because the regulated would seek to position themselves either just in – or outside of – such a dividing line, such a list should not be made public, but could be reported confidentially to the appropriate sub-committee of the legislature.

Move on next to large, but not systemic institutions. Here we have in mind mainly insurance companies, especially life insurance companies, and pension funds. In these cases there is little, or no, leverage, and the liabilities are generally of longer duration than the assets, so there is relatively little maturity mismatch. In such cases there is again, in general,<sup>6</sup> no need for macro-prudential controls. On the other hand being large-scale repositories of private sector savings, they must behave in a way that is individually prudent. They should, therefore, be subject to full micro-prudential regulation and supervision. Unit trusts, and closed-end trusts also fall into this category.

The final category consists of those institutions which are too small to be individually systemic, but those which are levered, and can therefore be 'systemic as a herd'. Here we can, perhaps, make a sub-division between those institutions which only, or primarily, accept funds (deposits) from professional investors, e.g. hedge funds and private equity, and those which accept funds from small depositors, e.g. small banks, S&Ls and building societies, savings banks, etc. The former probably only need macro-prudential controls,<sup>7</sup> (reporting, and being subject to control over, leverage ratios and rates of expansion). On the other hand those who take funds from small, and non-professional investors must remain subject not only to macro-prudential, but also to micro-prudential control.

## **5 The Structure of Regulation and Supervision**

The focus of our work, especially in the Geneva Report, has been on the need for macro-prudential regulatory controls, to supplement micro-prudential controls. These macro-prudential controls need to be capable of counter-cyclical adjustment, in order to counter the procyclical effects of the combination of the Basel Capital Accords and mark-to-market, fair value accounting (IFRS, international financial reporting standards). The next question is how should the administration of these two, different kinds of control be structured?

Our basic answer to this is that micro-prudential controls should be undertaken by a single Financial Services Authority (FSA), covering the whole range of financial services, and all institutions. In contrast, macro-prudential control and oversight should be undertaken by the Central Bank. Micro-prudential oversight should be done on a consolidated basis, primarily by the FSA in the home country, whereas macro-prudential control should be assumed by the Central Bank in the host country.

Let me expand on the above assertions. Macro-prudential oversight and control need only be applied to a sub-set of financial intermediaries, the larger, levered (and mis-matched) institutions; micro-prudential oversight will be needed for all intermediaries, including many without systemic impact and for which the Central Bank has no expertise. Micro-prudential oversight is concerned with conduct of business and prevention of fraud, whereas macro-prudential oversight relates to the inter-face between the financial system as a whole and the real economy. Fraud and abusive conduct of financial business are, alas, perennial, and a Central Bank should want to avoid a loss of reputation when such abuses occur. Per contra, when a systemic, cyclical failure occurs, the Central Bank cannot, and should not, avoid becoming fully involved, if only because some of the key instruments involved, e.g. the adjustment of interest rates and the provision of liquidity, via open market operations, quantitative easing and lender of last resort (LOLR) actions, are integral to the functioning of Central Banks.

---

<sup>6</sup>. But this may not be so in particular cases. Some insurance firms, notably the mono-lines and AIG, have taken to insuring financial institutions against credit risks, e.g. via credit default swaps, CDS. Since the latter are, of course, cyclically systemic, this means that their insurers are also cyclically systemic, and must therefore also be subject, in this line of business, to macro-prudential controls. <sup>7</sup>. The Madoff case has, however, shown that even professional investors, or those who can afford professional advice, can be gullible. Some limited form of micro-prudential oversight, if only to check that the balance sheet has been properly audited, may remain necessary.

The ethos and professional skills of Central Banks and FSAs differ. Central Banks are, and should be, more economics oriented and focussed on the interaction of markets and institutions. FSAs are, and should be, more focussed on the behaviour of each individual institution, and will be primarily staffed by accountants and lawyers. Their viewpoints, concerns and attitudes will differ.

A Central Bank with macro-prudential control responsibilities will want direct access to on-site inspection of systemic institutions, and the ability to approach smaller institutions in the 'systemic as a herd' category. That will require some over-lap with the similar micro-prudential investigations of the FSA. Systemic, large banks, for example, would be subject to approaches from two oversight bodies. But these two bodies will have quite different viewpoints, and will have distinct agenda. While it may seem a minor waste of resources, to have two oversight authorities examining the same institution, if that should help to prevent systemic financial crises, which are demonstrably extremely expensive, it will be fully justified.

We have proposed, in the Geneva Report, additional macro-prudential controls. Despite the varying relationships that currently exist, from one country to another, in the relationships between Central Banks and other financial supervisory bodies, we believe that it follows quite logically that these extra controls should be administered by the Central Bank (and that micro-prudential and conduct of business supervision should be undertaken by a, or several, financial supervisory authority(ies)). What is more radical, and no doubt contentious, is our further proposal that Central Bank macro-prudential controls should be applied on a host country basis, whereas micro-prudential control should be on a consolidated, home country basis.

There are several reasons for this proposal. In the first place, despite increasing economic globalisation, we do not yet have a single world cycle. Credit, and asset price, expansion took quite different paths in, for example, USA, Spain, Germany, Japan and China between 2003 and 2006. While the principles and methodology of counter-cyclical regulation need to be agreed and harmonised on a world-wide basis, its application needs to be appropriate to conditions in each regulatory area.

Next, the authorities, especially the Central Bank of each regulatory area, are charged, by their government, with the responsibility of maintaining the health and proper functioning of their own financial system. Unless they have the powers and instruments to do so, they cannot properly carry out their chief function. Especially in the many countries where subsidiaries of foreign banks play a major role in the domestic financial market, this implied that the host central bank should have command over the local macro-prudential controls applied to such subsidiaries' capital and liquidity. Admittedly this would introduce some frictions into the operations of large, cross-border, systemic international banks, but domestic financial markets need to be run for the benefit of local inhabitants, not for the benefit of Citi or UBS, (not that these banks have, in practice, benefited much more from the prior system).

Then again, the experience of the last couple of years reinforces the fact that "cross-border banks are international in life, but national in death". When financial turmoil strikes, crisis management has become the responsibility of the nation state, and it has been extremely expensive to carry out such responsibilities. When a cross-border financial institution has gone under, e.g. Lehman Bros, Fortis, Dexia, the bits were picked up by the respective nation states involved. Recapitalisation, guarantees, insurance against defaults, 'bad banks', etc., all have been undertaken by the relevant nation states. The supra-national and international financial intermediaries have played relatively little role, until some smaller countries ran short of foreign currency reserves.



It would be difficult to leave such expensive, crisis management as a national responsibility, while transferring regulation and supervision to a supra-national level, for example in the euro-zone. The burden of crisis management falls, at present, on national taxpayers. To leave that burden on national taxpayers while supervision was done by a supra-national body, whose control was divorced from the national government, would be a version of taxation without representation, and would not have proper democratic legitimacy. Those, especially those in Europe, wishing to shift supervision onto a pan-European basis, need to review first, as a precondition, how expensive crisis management can be undertaken and financed on an equivalent pan-European basis. There have been ideas presented to help achieve this desideratum, e.g. Goodhart and Schoenmaker (2006, 2009), CEPS (K. Lannoo) (2008), Gros and Micossi (2008a and b), but these are still at the exploratory stage.

Moreover, while we advocate placing responsibility for macro-prudential control with the host country Central Bank, we see and support the need for consolidated, micro-level, control by the home country FSA, as has been the objective of the Basel Committee on Banking Supervision. This would give a different twist, and a larger role, to the College of Supervisors, since the home country would have the final say on micro-prudential issues whereas the host country (Central Banks) would determine their own macro-prudential instruments. This would lead to a better, and more useful, balance in such discussions.

## 6 Conclusions

Current micro-prudential regulation, notably the Basel Accords on capital adequacy, has focussed on the prudential state of the individual bank. While this is necessary, it has led, in conjunction with the introduction of IFRS, to a procyclical bias to the existing regulatory structure. This was instrumental in aggravating the current financial turmoil and crisis. In this paper, based on our longer Geneva Report, I have outlined how the cyclical effects of financial operations could be measured, transformed into a counter-cyclical set of instruments, and administered by the host Central Bank of each country.

## REFERENCES

- BRUNNERMEIER, M., CROCKETT, A., GOODHART, C., PERSAUD, A. and H. SHIN (2009). *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Report, CEPR, ICMB and VoxEU.
- CEPS TASK FORCE (2008). *Concrete Steps towards More Integrated Financial Oversight: The EU's Policy Response to the Crisis*, by K. Lannoo (December).
- DANIELSSON, J., EMBRECHTS, E., GOODHART, C., KEATING, C., MUENNICH, F., RENAULT, O. and H. SHIN (2001). "An Academic Response to Basel II", Financial Markets Group Special Paper, #130, London School of Economics.
- DAVIES, B. (2009). *Restoring a properly functioning banking system*, work in progress.
- GOODHART, C., HOFMANN, B. and M. SEGOVIANO (2004). "Bank Regulation and Macroeconomic Fluctuations", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, (4), 1-25.
- GOODHART, C. and D. SCHOENMAKER (2006). "Burden Sharing in a Banking Crisis in Europe", *Economic Review*, no. 2, Sveriges Riksbank, Stockholm, 34-57.
- (2009). "Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises", *International Journal of Central Banking*, 5(1), forthcoming.
- GOODHART, C. and M. SEGOVIANO (2004). *Basel and Procyclicality: A comparison of the Standardised and IRB Approaches to an Improved Credit Risk Method*, Financial Markets Group Discussion Paper, #524, London School of Economics.
- GOODHART, C. and A. TAYLOR (2007). "Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39W", in *Procyclicality of Financial Systems in Asia*, eds. S. Gerlach and P. Gruenwald (London: Palgrave Macmillan).
- GROS, D. and S. MICOSSI (2008a). *Crisis Management Tools for the Euro-area*, VoxEU, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1722>.
- (2008b). *A Call for a European Financial Stability Fund*, VoxEU, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2506>.
- REPULLO, R., SAURINA, J. and C. TRUCHARTE (2009). *Mitigating the Procyclicality of Basel II*, work in progress, CEMFI, Madrid.
- REPULLO, R. and J. SUÁREZ (2008). *The Procyclical Effects of Basel II*, CEMFI Working Paper no. 0809, Madrid.
- SEGOVIANO, M. and C. GOODHART (2009). *Banking Stability Measures*, IMF Working Paper 09/04, Washington.
- SEGOVIANO, M., GOODHART, C. and B. HOFMANN (2006). *Default, Growth and Asset Prices*, IMF Working Paper, 06/223, September.

## APPENDIX 1

### *Restoring a properly functioning banking system* (\*)

#### 1 The Old Regulatory Regime

One of the most important roles of banks is as a “sponge” that soaks up credit risk as an economy goes through an economic cycle.

Up until the current crisis the systematic deterioration of credit risk of virtually all banks assets, which inevitably occurs as an economic cycle goes from growth to contraction, has needed a relatively small amount of capital to absorb it.

This is because:

- Under Basel I the amount of capital a bank held against an asset was driven by the assets “risk weight” (RWA). The legal nature of the obligor (e.g. government, bank, corporate etc.) was taken as a proxy for the credit risk of the obligor and as a result the banks total of RWAs and thus its capital requirement was largely invariant with the economic cycle.
- The old UK GAAP accounting rules recognised that banks held assets under two regulatory designations “trading book assets” and “banking book assets”.
  - (i) Trading book assets were largely restricted to those assets in which there was an active and liquid market. These assets were subject to “mark to market” valuation, with any market price changes being taken through profit and loss. In the event of markets becoming illiquid, assets could be transitioned to the banking book at current market price.
  - (ii) Banking book assets were held at cost and subject to specific provision only in the event of their becoming impaired, the test for which was failure to receive interest or principal when due. Across an economic cycle most assets, whilst their credit grade deteriorated, did not fall into an impairment category and so banks had no need to raise a specific provision against them. The economic cycle effect was taken through the raising of a general provision but these were linked to historic impairment (being largely defined as failure by the obligor to make contractual payments when due), not to any change in market price. This meant that general provisions were backward looking whereas asset price changes often reflect expected future impairment

The vast majority of banks assets were held in the banking book.

As a result of these two regulatory regimes the amount of assets a banks capital could support was relatively little affected by the economic cycle and the amount of capital it could retain from profits was also “damped” by the impairment test for specific provisions and the backward looking nature of general provisions.

#### 2 The New Regulatory Regime

Today both Basel I and old UK GAAP are history and in their place we have two new regulatory regimes, Basel II and IFRS which turn the sponge into a bell where every credit deterioration is amplified such that rather than diminish the bank capital implications of cyclical movements in credit risk they exaggerate it, producing a disastrous effect on banks capital ratios.

---

(\*) By Brandon Davies.

Brandon Davies has been Head of Retail Market Risk and Deputy Group Treasurer at Barclays Bank, and Managing Director of Financial Engineering and later of Structured Products at BZW. He is currently non-executive director of Gatehouse Bank plc and of Oceanic Bank plc.

This is because:

- Under Basel II RWAs are primarily determined by the credit grade of an obligor. Any systematic improvement in credit grades, as will occur in the growth phase of an economic cycle, reduces the banks requirement for capital to support a given level of assets. The bank is, however, subject to a capital ratio which is invariant with the economic cycle. It is thus incentivised either to acquire more assets to increase income and thus its return on an unchanged amount of capital, or, to repay surplus capital to its shareholders. In the contraction phase of the cycle the systematic deterioration in credit quality (grade) produces a rise in the RWAs of a bank, requiring an increase in capital resources to maintain the same total of balance sheet assets or a significant reduction in the amount of assets supported by a given amount of capital.
- IFRS has produced an even greater effect on capital ratios because any fall in the price of an asset in the new accounting categories ‘available for sale’ and ‘held for trading purposes’ produces a reduction in capital by the amount of the fall in price. In practice these two accounting categories for assets cover a much greater proportion of the assets on banks balance sheets than was the case for “mark to market” assets under the old UK GAAP. This is because the new categories cover any assets where there is an intention to sell the assets. Such assets are often held for prudential regulatory purposes in the banking book, which is actively managed as is the case with any investment portfolio. This has led to many relatively illiquid and long term assets such as loans to private equity, securitised assets such as mortgages and illiquid bonds such as Sukuks, being covered by these categories. The improvement in credit grades in the expansion phase of an economic cycle thus increases available capital resources as asset values (prices) rise, moreover, this effect is reinforced by improvements in the liquidity of the markets for these assets as there are more purchasers for these assets. In the deterioration phase of the cycle the reverse process drives prices and because of the drying up of liquidity may cause these asset prices to deteriorate significantly below that which would be implied by their risk adjusted cash flows. If the assets were short term assets this effect could not last long but many of these assets (unlike those typically covered by mark to market) are long term assets.
- IFRS accounting principles are effectively based upon the efficient markets hypothesis and thus assumes that illiquidity of markets do not affect price, an assumption that is manifestly untrue. If illiquid markets drive prices below their risk adjusted expected future cash flows then banks are incentivised to hold rather than to sell the asset. This is because the fall in price which includes an increased cost (spread) of liquidity, will in either case reduce their capital resource by the fall in price, yet the liquidity cost will be recovered if the asset is held to maturity. Market price based accounting needs to recognise that markets exist in two different states of the world, a liquid state, when it may be assumed that market prices are not affected by market liquidity and an illiquid state where market prices incorporate a cost of liquidity that should, if the institution has funding liquidity to finance the holding of the asset, not be reflected in the “fair value” of the asset.

The capital ratio of banks is being squeezed from both ends in the contraction phase of an economic cycle. In this phase the systematic deterioration in credit grades of borrowers will, in accordance with Basel II regulations, increase the FWA numerator of the ratio. Moreover as the

market price of assets fall there will be a writing down of bank capital and thus a fall in the denominator as required under IFRS and by more than is required to reflect the increased credit risk (as it also reflects the cost of market illiquidity).

Banks have been especially vulnerable to these pro cyclical effects on their capital ratios, an effect that has grown as they have moved more loan assets into securitised form in order to trade them and thus improve the banks liquidity. Such assets will normally be held as available for sale or held for trading purposes. What should have been a benefit to the banking system, the ability to diversify credit risk through traded markets and to improve banks liquidity management by reducing their reliance on deposit funding, has proved disastrous. The volatility of these asset prices has been driven by credit and especially liquidity issues which has resulted in near unavailability of prices even for assets where there is no evidence of a significant change in impairment levels. Moreover some of the conventions (rules) surrounding IFRS implementation serve to increase these problems:

- The so called “law of the last price” can often result in the general use of a price for asset values across institutions and a class of assets that represents the price between a distressed seller and a predatory buyer.
- The lack of any general transition rules limits the ability of banks to recognise the way that market liquidity can evaporate.
- The use of market prices incorporates a cost of market liquidity (the ability to turn an asset into cash), but for many banks that have access to funding liquidity through their holding long term stable deposits and the intention to retain an asset for a period beyond any period of market illiquidity, the cost of market liquidity is irrelevant.

The fault at the heart of both the Basel II and IFRS regulatory regimes is an over reliance on changes in market prices as a proxy for risk in the case of Basel II and for profitability in the case of IFRS. This “power of price” has its origins in the belief in efficient markets, a hypothesis that assumes markets are always perfectly liquid and that all investors have perfect information and the resources to allow them to purchase assets based on a perfect knowledge of likely future performance.

In reality markets are very imperfect constructs and reforms to both Basel II and IFRS need to recognise this.

## EL CARÁCTER PROCÍCLICO DEL SISTEMA FINANCIERO

Jordi Gual (\*)

(\*) Jordi Gual es subdirector general de «la Caixa», a cargo del Área de Estudios y Análisis Económico, y profesor de Economía de IESE (Universidad de Navarra).  
Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



### 1 Introducción<sup>1</sup>

La crisis financiera que empezó a manifestarse a lo largo de 2007 se ha trasladado definitivamente al conjunto de la economía mundial. El foco inicial de la crisis fueron las llamadas «hipotecas *subprime*» que se habían concedido en Estados Unidos en los años precedentes. Se trataba de préstamos escasamente documentados, a personas de solvencia dudosa, a menudo por un importe cercano al 100% del precio de la vivienda y a unos tipos de interés que inicialmente eran muy bajos, pero que se revisaban fuertemente al alza al cabo de dos años. Los prestatarios aceptaban las condiciones con la esperanza, y a menudo la convicción, de que el precio de la vivienda continuaría subiendo, lo cual les permitiría refinanciar la hipoteca inicial en mejores términos.

Desgraciadamente, o podríamos decir inevitablemente, los precios de la vivienda comenzaron a retroceder, como consecuencia, en parte, del hecho de que los tipos de interés empezaran a subir después de haber estado en niveles históricamente bajos. Como resultado, la morosidad de las hipotecas *subprime* empezó a expandirse.

Las razones por las que las entidades financieras habían ofrecido estas hipotecas *subprime* tan arriesgadas son más complejas. Por una parte, las entidades originadoras de las hipotecas tenían pocos incentivos para controlar el riesgo de las operaciones, porque, a menudo, las hipotecas se titulizaban en el mismo momento de haberse concedido y, de esta manera, el riesgo se traspasaba de la entidad originadora a cualquier otra (tal vez un fondo de pensiones alemán o una aseguradora australiana). Este proceso fue posible por la ausencia de un buen mecanismo de supervisión y por el papel de las agencias de *rating*, que certificaban como de alta calidad paquetes de titulizaciones *subprime*. Por supuesto, a todo esto hay que añadir la confianza de los inversores en la calidad de los mecanismos de supervisión y en el juicio experto de las agencias de *rating*. Todas estas razones apuntan a la existencia de problemas más estructurales en el sistema financiero para explicar la crisis que atravesamos. En este sentido, las hipotecas *subprime* no fueron más que un síntoma de estas fuerzas más profundas, verdaderas semillas de la crisis.

En el fondo, en la raíz de la crisis actual, y de otras similares a lo largo de la historia, está la tendencia a la aparición de los *booms* de crédito. Estas expansiones van acompañadas de una reducción de los estándares en la calidad del crédito otorgado y, cuando las circunstancias cambian, la morosidad tiende a repuntar de manera significativa. En determinados casos, a menudo en combinación con errores de política monetaria, una regulación inadecuada o una supervisión imperfecta, esta prociclicidad inherente al sistema financiero puede conducir a situaciones extremas que comporten el nacimiento de burbujas y, eventualmente, su explosión con potenciales episodios de crisis de liquidez o pánicos bancarios<sup>2</sup>. Una de las consecuencias más negativas es la posible contracción de la oferta de crédito por parte de las entidades financieras cuya calidad de balance ha empeorado, el temido *credit crunch*. En definitiva, los sistemas financieros tienen una tendencia a exagerar o amplificar los ciclos económicos a través de su política de créditos. Las crisis más graves, y la actual es una de ellas, son consecuencia de la resolución de estos casos extremos de *booms* de crédito (o, visto

---

1. Este artículo es fruto de las discusiones y la colaboración con O. Aspachs, P. Buil, M. Bulach, E. Fernández, A. Hernández y S. Jódar-Rosell, todos ellos economistas del Área de Estudios y Análisis Económico de «la Caixa», sin cuyo esfuerzo, entusiasmo y perspicacia este documento no hubiera sido posible. 2. Las fronteras entre prociclicidad y este tipo de fluctuaciones extremas no son fácilmente delimitables. Este artículo se centra en la prociclicidad, con un menor énfasis en los problemas de liquidez en momentos de crisis.

desde otro ángulo, episodios de endeudamiento excesivo). Evitar las crisis, por lo tanto, requiere disminuir la prociclicidad del sistema.

La prociclicidad del sistema financiero constituye precisamente el tema central de este artículo. La próxima sección analiza los factores determinantes de este fenómeno. Por una parte, hay razones relacionadas con la naturaleza del negocio financiero y, por otra, un conjunto de fallos del mercado que introducen un sesgo en el ciclo crediticio —al alza en épocas expansivas y a la baja en épocas de contracción—. A continuación, el artículo discute el efecto acentuador de algunas regulaciones sobre la prociclicidad. En esta categoría consideraré, entre otros, el papel del criterio contable del valor razonable (*fair value accounting*), lo que, a menudo, implica contabilizar a precios de mercado; las regulaciones sobre exigencias de capital; el alcance del perímetro regulatorio o, en otras palabras, la existencia de un vacío de regulación en torno a determinadas instituciones o actividades; y el rol de las agencias de *rating* como «certificadores oficiales» de la calidad de los activos. Para acabar, el artículo propone una serie de principios regulatorios y áreas de actuación que atenuarían la prociclicidad del sistema financiero.

## **2 El carácter procíclico de la banca**

A efectos expositivos, es útil distinguir tres fuentes de prociclicidad en el negocio bancario. En primer lugar, algunos aspectos de la naturaleza propia de la actividad financiera, que conllevan un comportamiento cíclico del sector. Un segundo grupo de factores son consecuencia de los fallos del mercado inherentes al mundo de la intermediación financiera. Finalmente, el tercer grupo deriva de las regulaciones existentes, que a menudo se han introducido para mitigar los fallos del mercado, pero que muchas veces han ocasionado nuevos problemas, entre ellos, un aumento de la prociclicidad.

### 2.1 ASPECTOS PROPIOS DEL NEGOCIO BANCARIO

Incluso sin considerar posibles fallos del mercado, las características propias de la actividad de intermediación financiera pueden generar una cierta prociclicidad. Destacaré dos en particular: la competencia por cuota de mercado en banca minorista y la dificultad de llevar a cabo políticas de gestión del riesgo adecuadas a lo largo del ciclo económico.

#### 2.1.1 Competencia por cuota

La naturaleza de la competencia en banca minorista tiende a acentuar la prociclicidad del crédito. La combinación de tipos de interés bajos, expansión económica y desregulación de la actividad bancaria ha reducido significativamente los ingresos de las entidades financieras procedentes del negocio de intermediación tradicional y las ha obligado a buscar nuevos productos y servicios. Como argumentaré acto seguido, esta situación ha cambiado la forma de competir entre ellas, incentivándolas a utilizar de forma agresiva el crédito como un producto para captar clientes, a quienes vender luego otros servicios financieros con una rentabilidad superior.

En efecto, el negocio bancario minorista presenta dos características que influyen notablemente en el tipo de estrategias que utilizan las entidades para competir. Por un lado, su carácter relacional hace que los clientes incurran en costes cuando desean operar con una entidad diferente de la habitual —la nueva entidad no los conoce y, por lo tanto, le es más difícil hacer una valoración precisa de sus preferencias o del riesgo de sus proyectos—. Ello genera una cierta inercia por parte del cliente para continuar trabajando con su entidad, una vez escogida. Por su parte, las entidades gozan de economías de alcance en la distribución de productos y servicios financieros, lo que favorece las estrategias multiproducto, con ofertas de conjuntos de servicios financieros. Ambas características justifican el uso, a corto plazo, de estrategias agresivas de captación de clientes, que solo resultarán rentables a largo plazo gracias a la capacidad de retenerlos.



Estas estrategias implican la existencia de subsidios cruzados entre los diferentes productos. Es decir, uno de los productos se ofrece a un precio bajo, para que sirva como reclamo, y el resto de productos se ofrecen a precios más elevados. En este sentido, algunos estudios recientes [Nys (2008) y Lepetit et ál. (2008)] muestran cómo las entidades financieras pueden haber utilizado la concesión de créditos como reclamo, gracias al potencial de este producto para establecer relaciones de larga duración. Ello significaría que, durante un período de crecimiento económico en el que el coste del crédito ha sido menor, las entidades han tenido incentivos para expandir el crédito ofreciéndolo en unas condiciones que no cubrían el riesgo del cliente.

A pesar de que este tipo de estrategias a largo plazo pueden ser rentables durante todas las fases del ciclo económico, es de esperar que la expansión del crédito y la lucha por ganar cuota de mercado sea más pronunciada en los períodos de crecimiento. Durante los mismos, un mayor número de entidades dispondrán de los fondos necesarios para llevar a cabo estas estrategias y, por lo tanto, las rebajas sobre el precio de los créditos, necesarias para atraer clientes, tenderán a ser más importantes. En los períodos de contracción, en cambio, solo las empresas con más capital podrán financiar las posibles pérdidas a corto plazo y, por consiguiente, la competencia en precios tiende a ser menor.

#### 2.1.2 La gestión del riesgo

En el sector financiero la gestión del riesgo tiene un papel fundamental para la buena marcha del negocio. Las entidades tienen un gran número de créditos para cuya concesión ha sido necesaria previamente una buena evaluación del riesgo. Además, tienen que controlar que su cartera esté bien diversificada y supervisar la evolución de los riesgos individuales, así como el riesgo de otras inversiones, especialmente en el caso de la renta variable y los productos estructurados<sup>3</sup>. La gestión del riesgo tiene un impacto de primer orden sobre la rentabilidad de las entidades, pero, además, tiene un efecto indirecto no despreciable, dado que afecta al coste de la financiación externa, que es una variable clave en el sector por su elevado apalancamiento.

Los avances tecnológicos han permitido implementar técnicas de medición y gestión del riesgo cada vez más sofisticadas. Además, el sistema regulador se ha mostrado totalmente favorable a su introducción, hasta el punto de que el nuevo marco de regulación bancaria, Basilea II, hace indispensable el uso de estas técnicas en todos los niveles: desde el cómputo del *scoring* en la concesión de un crédito, hasta el uso de modelos estadísticos altamente complejos para calcular el riesgo asociado a determinadas inversiones. Como muestra de esta complejidad, Basilea II deja escoger a bancos y cajas diferentes niveles de sofisticación de sus modelos de cálculo del riesgo.

En definitiva, las nuevas tecnologías, junto con el impulso del nuevo marco regulador, han promovido la cultura de la gestión del riesgo en el sector financiero. De todas maneras, los recientes acontecimientos sugieren que el sector en general, pero, sobre todo, los bancos de inversión, no han hecho un buen uso de los modelos estadísticos. La experiencia de los gestores se ha suplantado por modelos que se han mostrado insuficientes. En muchos casos no se disponía de una serie estadística lo suficientemente larga para obtener buenas estimaciones de los parámetros relevantes. Además, en los casos en que sí se disponía de una buena serie, no estaba claro qué período de tiempo se debía utilizar. No necesariamente la serie más larga es la que nos dará una mejor estimación, especialmente si han tenido lugar cambios estructurales en períodos recientes.

---

3. Además de los riesgos asociados al crédito y a las inversiones en títulos, la banca gestiona numerosos otros riesgos (de tipo de interés, de liquidez, reputacional, operativo, etc.) para los que el componente cíclico es de menor relevancia.

A los problemas técnicos deben unirse las dificultades de los gestores de la banca para adoptar una percepción equilibrada de la magnitud y la duración del ciclo económico. Como se ha destacado en la literatura sobre los aspectos psicológicos del comportamiento económico [véase Kahneman y Tversky (1973)], las personas tienden a dar un peso excesivo a los datos más recientes cuando efectúan previsiones o formulan juicios sobre situaciones de riesgo. Ello les conduce a un excesivo optimismo en las fases álgidas del ciclo, y, por el contrario, a un excesivo pesimismo en los momentos de contracción, y a analizar la evidencia de acuerdo con estas tendencias sesgadas, infraestimando el riesgo en los momentos de euforia económica. En definitiva, la ausencia de métodos adecuados de cálculo y gestión del riesgo, y la percepción sesgada por parte de los gestores, pueden implicar que la política inversora de las entidades no sea del todo acertada a lo largo del ciclo.

## 2.2 LOS FALLOS DEL MERCADO

### 2.2.1 La información asimétrica

La información que las entidades financieras obtienen sobre la calidad crediticia de los prestatarios es a menudo difícil de objetivar y, por lo tanto, de transmitir y verificar. Como hemos visto, ello puede provocar un comportamiento cíclico de las políticas crediticias. Pero, además, genera una situación de información asimétrica entre los agentes que es fuente de otras ineficiencias. Este es un fenómeno que, de hecho, ocurre en diversos ámbitos del sector. La información que está a disposición de los diferentes agentes involucrados en el proceso de intermediación bancaria —depositantes, accionistas del banco, gestores y prestatarios— a la hora de tomar sus decisiones de inversión es a menudo diferente y, como los objetivos de cada uno de ellos pueden ser también diferentes, se pueden producir conflictos de intereses. Para entender cómo estos conflictos de intereses pueden acabar amplificando la prociclicidad de las políticas crediticias, es útil distinguir entre: la información asimétrica entre los gestores del banco y los prestatarios; la información asimétrica entre los depositantes y los propietarios del banco, y, finalmente, la información asimétrica entre los propietarios de los bancos y sus gestores.

#### a. Gestores y prestatarios

La información asimétrica entre los prestatarios y los prestamistas (gestores) reside en el hecho de que estos últimos desconocen con exactitud el uso que los empresarios o las familias harán del crédito que se les concede y son incapaces de disciplinar su uso ex post. La manera más sencilla y más utilizada por los prestamistas para disciplinar a los prestatarios es la exigencia de una garantía del crédito. Ello, sin embargo, hace que la capacidad de endeudarse de las empresas y las familias esté íntimamente ligada al valor (y la disponibilidad) de las garantías. Dado que, en la mayoría de los casos, se trata de garantías hipotecarias o garantías sobre otros activos reales, la oferta de crédito acaba dependiendo del valor de estos activos, que acostumbra a ser fuertemente procíclico.

El carácter procíclico también se acentúa con el funcionamiento del llamado «acelerador financiero»<sup>4</sup>. La calidad de los prestatarios para acceder a la financiación externa (ya sea un préstamo u otro tipo de deuda) se determina en gran medida en función de su situación financiera, reflejada en los flujos de caja y la posición de balance. Un fortalecimiento de estas posiciones provoca una reducción de la prima de financiación externa y, por ello, acelera los efectos expansivos de un aumento de valor de las garantías en la fase expansiva del ciclo.

El proceso inverso sucede, naturalmente, cuando los mercados se encuentran en fase descendente, los activos reales pierden valor y la evolución negativa de la economía real empeora la situación financiera de las empresas. Entonces, los flujos de crédito se contraen de manera acelerada.

4. En la literatura, este fenómeno es el canal de transmisión de la política monetaria a través de los balances de empresas y hogares [véanse Bernanke (2007) y las referencias allí citadas].

b. Acreedores y propietarios

En términos generales, en el pasivo de las entidades financieras podemos distinguir entre los poseedores de deuda (incluyendo los depositantes) y los de capital. Por una parte, los depositantes tienen a menudo cantidades pequeñas de dinero, son agentes poco sofisticados y la mayor parte de sus ahorros está asegurada. Por otra, los propietarios del banco están interesados en adoptar una actitud de mayor riesgo, ya que su retribución no depende simétricamente de los resultados de la inversión. Si estos son negativos, las pérdidas están limitadas al capital invertido.

El conflicto de intereses está servido, ya que tenemos unos depositantes con poca capacidad de disciplina sobre un agente, cuyos intereses pueden ser diferentes. Para disciplinarlo, los depositantes y otros acreedores en general —estos últimos con más incentivos para supervisar el banco, al tratarse de inversores institucionales menos atomizados— exigen un mínimo de capital a los bancos. Como en el caso anterior, el tenedor de la deuda espera que, si el propietario aporta una mayor parte de su capital (o lo pone en riesgo), los incentivos de ambos agentes estarán más alineados.

La participación de los propietarios en el pasivo del banco es una variable clave puesto que determina la capacidad crediticia del sector. El grado de endeudamiento, la proporción de deuda sobre el pasivo total, tiende a comportarse procíclicamente. En épocas de recesión, las entidades, ante la percepción de riesgo, tienden a acumular capital y tratan de reducir su endeudamiento. La capacidad crediticia de las entidades se puede reducir así por debajo de la deseada.

Lo contrario puede suceder en épocas de bonanza. Al igual que el sector financiero reduce la prima de financiación externa de las empresas no financieras cuando el entorno económico es favorable, lo mismo sucede para las entidades financieras. Al mejorar con la expansión económica su posición de balance y sus flujos de caja, los bancos ven abaratado su acceso a la deuda y, por lo tanto, tienden a incrementar su grado de endeudamiento<sup>5</sup>.

c. Propietarios y gestores

La última pero no menos importante presencia de información asimétrica tiene lugar entre los gestores del banco y sus propietarios. Como en otros sectores económicos, hay un problema de gobierno corporativo cuando los gestores del banco están interesados en maximizar los beneficios más a corto plazo que los propietarios, ya sea porque su contrato (aprobado por los órganos de gobierno de la entidad) así lo premia, o por razones de carrera profesional. El problema es especialmente relevante en la banca a causa de las muchas oportunidades que tienen los gestores de asumir riesgos poco comprendidos por los propietarios. Más importante aún es el hecho de que la evaluación de los resultados de la gestión en el negocio bancario a menudo no tiene en cuenta que unos elevados beneficios a corto y medio plazo pueden ser el resultado de la asunción de elevados riesgos que solo se materializan a largo plazo, o muy raramente. Así, esquemas de compensación a corto plazo pueden contribuir a la excesiva asunción de riesgos, provocando una aceleración del crédito en las etapas de expansión.

2.2.2 Externalidades negativas con repercusiones sistémicas

Junto con la información asimétrica, la segunda gran fuente de fallos del mercado en el sector bancario es lo que podemos calificar como externalidades negativas: esto es, situaciones en las que la actuación de una entidad en beneficio propio incide negativamente en la toma de decisiones de otras entidades, lo que conduce al conjunto del mercado a una situación de desequilibrio o subóptima desde la perspectiva colectiva. Este fenómeno, de falta de co-

---

5. Véanse de nuevo Bernanke (op. cit.) para una exposición de este fenómeno, que coincide a grandes rasgos con el canal de préstamos bancarios de la política monetaria.

ordinación, puede suceder tanto entre los titulares de pasivo bancario, como en el comportamiento de las entidades en su política crediticia y de gestión del riesgo.

a. Pánicos bancarios

El caso de los problemas de coordinación entre los depositantes y la aparición de pánicos bancarios es bien conocido<sup>6</sup>. La elevada dispersión de los depositantes y la presencia de información incompleta sobre el estado de los bancos hacen que, ante la percepción de que el banco tenga problemas de liquidez, pueda producirse una retirada masiva de depósitos. Ello se debe a que, si cada depositante anticipa que el resto de depositantes piensa lo mismo que él (esto es, que el banco puede tener problemas de liquidez, a pesar de que aún no los tiene), la mejor decisión es ir a retirar su dinero. Como esta decisión es óptima para todos, se acaba produciendo un pánico bancario. Consiguientemente, un banco solvente ex ante puede que tenga que malvender parte de sus activos para satisfacer la demanda de retirada de depósitos, lo que puede acabar llevándolo a la insolvencia. Los pánicos bancarios, pues, acostumbran a producirse durante las recesiones y son fenómenos amplificadores del ciclo económico. En la crisis actual, la situación de práctico pánico y el colapso del mercado han tenido lugar en los mercados mayoristas, que eran fuentes de financiación de algunas entidades<sup>7</sup>.

b. Acumulación preventiva de capital

Desde la perspectiva del pasivo, la incertidumbre también induce a un aumento excesivo de los niveles de capitalización en momentos de crisis. De nuevo, la estrategia preventiva de una entidad, que incrementa su capitalización en exceso y compite en el mercado de capitales por unos recursos ya escasos en situación de recesión, pone en dificultades a otras entidades y aumenta la inestabilidad del sistema.

Cuando no cumplir los requisitos de capital acarrea una penalización para las entidades y el mercado de capitales sufre de alguna imperfección —como, por ejemplo, el problema de información asimétrica comentado anteriormente—, resulta óptimo para las entidades tener un colchón que les permita absorber posibles pérdidas futuras sin riesgo de incumplir los requisitos de capital<sup>8</sup>. En momentos de incertidumbre, es posible que las entidades, incluso aquellas que no han incurrido en pérdidas, deseen aumentar este colchón al percibir un incremento en la penalización por capitalización inadecuada. La penalización puede venir por parte del supervisor, si este endurece sus criterios de supervisión, o por parte de los mercados, que pueden valorar a la baja las acciones de la entidad o encarecer su financiación con deuda a largo plazo ante cualquier sospecha sobre el nivel de capitalización. En cualquier caso, y dado el elevado coste de ampliar capital en plena crisis, las entidades tienen dos vías para incrementar el colchón. Una posibilidad es reducir el nivel de crédito concedido por la entidad, y la otra, la venta de activos. En ambos casos, las acciones individuales de las entidades conducen a resultados agregados adversos, ya sea en términos de contracción del crédito, o de fuertes caídas en los precios de los activos por debajo de su valor fundamental, cosa que podría generar problemas de solvencia donde no los había.

c. Modelos de riesgo

Los fenómenos de efectos externos también están presentes en la gestión de riesgos, aunque con unos mecanismos más sutiles. La mayoría de entidades utilizan modelos de gestión y valoración muy parecidos. Por consiguiente, todas ellas se comportan de manera muy similar durante el ciclo: simplificando, todas compran determinados activos cuando los modelos dicen que hay que comprar, y venden cuando los modelos indican que hay que vender. A pesar de que, a título individual, la decisión de cada gestor puede ser acertada, dado que los mo-

6. La referencia clásica es Diamond y Dybvig (1986). Para una discusión en el contexto actual, véase Allen y Carletti (2008). 7. Para una discusión detallada de estos problemas, véase Brunnermeier (2008). 8. Véase Van den Heuvel (2002). Como se analiza en Jodár-Rosell y Gual (2009), este fallo de mercado podría justificar las recapitalizaciones preventivas que se han llevado a cabo durante la crisis de 2007-2008, si bien es controvertido el grado en que las recapitalizaciones pueden suponer una ayuda encubierta a algunos competidores.

delos no incorporan las decisiones de los otros gestores, aumenta la volatilidad a lo largo del ciclo de forma endógena y, de hecho, se altera la función de distribución subyacente de los activos en la cual se basaban los modelos de cálculo del riesgo. Por lo tanto, no es sorprendente ex post lo que afirmaba recientemente un miembro de un *quantitative fund* y empleado de Lehman Brothers: «Acontecimientos que los modelos predicen que solo pasan una vez cada 10.000 años han pasado tres días seguidos»<sup>9</sup>.

Como otras veces en economía, y es preciso recordar que, en definitiva, se trata de una ciencia social, la comprensión por parte de los agentes de los fenómenos económicos subyacentes y sus consecuencias estocásticas (y la correspondiente acción en función de esta comprensión) puede modificar su propia naturaleza, y hace inservible la teoría inicial. Todo ello refuerza, por tanto, la necesidad de huir del uso exclusivo de modelos estadísticos que suplanten la experiencia y la prudencia de los gestores.

d. Crédito con garantía y precio de los activos

La prociclicidad del crédito debido al aumento del valor de la garantía en la parte alta del ciclo se ve amplificada por el hecho de que, a menudo, la garantía utilizada y el activo en el que se invierte coinciden. Eso no sería un problema si tuviera lugar a nivel individual. Pero, cuando es todo el sector el que ejerce presión sobre un mismo activo, aumenta su precio y, de rebote, aumenta la capacidad crediticia. Cada entidad, concediendo un crédito con garantía, ejerce presión al alza sobre el valor de los activos que otras entidades utilizan como garantía de sus créditos y, por lo tanto, contribuye a aumentar el volumen del crédito de los otros agentes. El caso más claro es el de la garantía hipotecaria, que también es la más extensa, pero el concepto se aplica también a otros activos, como las acciones.

e. Selección adversa a lo largo del ciclo

Finalmente, la existencia de selección adversa en la demanda de crédito de las entidades financieras puede hacer que sus políticas crediticias sean procíclicas: los estándares de crédito se relajan durante los períodos expansivos y se endurecen en los períodos recesivos<sup>10</sup>. Durante los períodos recesivos, los problemas de selección adversa aumentan, ya que los bancos solo dan crédito a aquellos clientes que con seguridad son buenos. Eso hace que, en la demanda de crédito de un banco, aumente la proporción de clientes que han sido rechazados por otros bancos. Conocedores de este hecho, los bancos tienen que aumentar los estándares de crédito, puesto que la calidad de su demanda de crédito empeora. El proceso inverso se da durante los períodos expansivos y, por tanto, esta externalidad negativa acentúa también los ciclos crediticios<sup>11</sup>.

2.3 EL IMPACTO PROCÍCLICO DE LAS REGULACIONES ACTUALES

A causa de la importancia central del sistema financiero en el funcionamiento de la economía y de las potenciales repercusiones negativas de la prociclicidad y la inestabilidad bancaria sobre el crecimiento económico, se deben intentar corregir los numerosos fallos del mercado discutidos en el apartado anterior. Sin embargo, algunos de los elementos regulatorios actuales que actúan contra estos fallos del mercado han contribuido, de hecho, a aumentar la prociclicidad del sector financiero.

La regulación actual en ámbitos como la información asimétrica incide en el aumento de la transparencia (a pesar de que no es obvio que una mayor transparencia constituya siempre una mejora) y en la asunción de riesgos a nivel individual (regulación microprudencial), pero no concede a los aspectos sistémicos la importancia que merecen. De hecho, algunos de los elementos regulatorios actuales han agudizado la volatilidad financiera sistémica. A continuación se exponen las características principales de algunos de estos factores, la justificación de

9. Véanse Danielsson (2008) y Persaud (2008). 10. Véase Lown y Morgan (2006). 11. Véase el análisis en Dell’Ariccia y Márquez (2006).

su implantación y los problemas que plantean. En concreto, analizaremos la regulación de la contabilización según el valor razonable, las exigencias de capital de Basilea II, los incentivos de los gestores bancarios a aumentar el apalancamiento, el arbitraje regulatorio y, finalmente, el papel de las agencias de *rating*.

### 2.3.1 Contabilidad según el valor razonable (*Fair Value Accounting*)

La normativa vigente exige a la mayoría de entidades contabilizar determinados activos y pasivos financieros en sus balances según su valor razonable y no a coste histórico.

Esta regulación pretende, fundamentalmente, mitigar el problema de la información asimétrica, mediante una actuación específica sobre la transparencia. La utilización del valor razonable supone, en algunas ocasiones, el uso de precios de mercado, y en otras, modelos de valoración aceptados por el regulador para determinados instrumentos financieros. En cualquier caso, el objetivo es proporcionar información relevante actualizada a los inversores, ya sean depositantes, acreedores o accionistas. Asimismo, se persigue inducir a los gestores a adoptar medidas correctivas inmediatas cuando se producen cambios en el entorno que afectan de manera significativa a la situación patrimonial de las entidades. El objetivo último es que dichos balances reflejen apropiadamente los cambios en la posición económica efectiva, y no estén sometidos a retardos o sesgos de carácter contable.

Esta normativa se introdujo en Estados Unidos en 1992, a raíz de la crisis de las *savings & loans* que se inició a principios de los años ochenta. La magnitud de esta crisis fue consecuencia, al menos parcialmente, de un régimen contable que no había permitido identificar y gestionar con celeridad la delicada situación de muchas de las entidades financieras del sector. De hecho, pese a que los libros no lo reflejaban, dos terceras partes de estas entidades estaban en quiebra técnica. El motivo era el importante diferencial entre el tipo de interés cobrado por el activo y el pagado por el pasivo. Mientras que su activo estaba compuesto fundamentalmente por créditos hipotecarios a largo plazo (40 años) a un tipo de interés fijo de alrededor del 6%, sus pasivos pasaron a remunerarse a tipos superiores al 10%. Este desequilibrio tenía consecuencias directas en el resultado, pero no tenía ningún impacto en el balance porque los activos se contabilizaban a valor histórico y no de mercado. La aplicación del criterio de valor razonable habría puesto de manifiesto un problema generalizado de solvencia en su etapa inicial y habría obligado a las entidades a emprender acciones correctivas rápidamente. Muchas *savings & loans*, ante la situación crítica en la que se encontraban, emprendieron estrategias cada vez más arriesgadas para tratar de sobrevivir, y ello no hizo sino agravar aún más el problema inicial<sup>12</sup>.

Sin embargo, el método del valor razonable también tiene limitaciones y deficiencias. El problema principal es la escasa fiabilidad de las estimaciones del valor razonable para instrumentos financieros que no se negocian en un mercado activo y líquido. En estos casos, las estimaciones sesgadas o poco representativas de un valor fundamental pueden tener un impacto negativo en la estabilidad del sistema<sup>13</sup>.

En efecto, cuando la valoración razonable coincide con precios de mercado inestables, incrementa la volatilidad del sistema, porque se vinculan de manera más estrecha las condiciones económicas imperantes con los estados financieros de las entidades de crédito y sus exposiciones al riesgo. Los aumentos del precio de mercado de los instrumentos financieros en los

---

<sup>12</sup>. Para un análisis detallado, véase White (1991). <sup>13</sup>. Adrian y Shin (2008) muestran como, para la banca de inversión, el uso de valoraciones a precios de mercado conduce a un comportamiento procíclico de su apalancamiento y, por tanto, a grandes fluctuaciones de su balance.

*booms* y su posterior caída durante las crisis amplifican el ciclo a través de variaciones en la cuenta de pérdidas y ganancias y el capital de las entidades<sup>14</sup>.

La expansión crediticia típica de un *boom* se acentúa con la aplicación del método del valor razonable porque se crea una «ilusión» de solvencia que, de hecho, solo perdura mientras lo hace la situación económica de bonanza. Habitualmente, en momentos de *boom* económico, el valor razonable de los instrumentos financieros aumenta y este incremento se traduce, total o parcialmente, en un mayor volumen de capital. La magnitud del impacto depende del tipo de instrumento financiero. En el caso de la cartera de negociación, todo el incremento de valor se traduce directamente en un beneficio superior y, por lo tanto, en una mayor solvencia básica (*core capital*). En el caso de los activos disponibles para la venta, solo el 45% de las plusvalías se pueden computar como capital, y en ningún caso de primera categoría, sino como *tier 2*<sup>15</sup>.

La contracción crediticia en las recesiones también se refuerza por el reconocimiento más rápido del riesgo derivado de la implantación del método del valor razonable. La pérdida de valor de las inversiones de las entidades financieras se traduce directamente en menores niveles de capital. En algunas circunstancias, esto solo supone reducir los beneficios o parte del capital excedentario que se mantiene por encima del nivel mínimo regulatorio. En este escenario, el reconocimiento de pérdidas solo tendrá un impacto a nivel de flujos. Es decir, solamente afectará al crecimiento de las nuevas concesiones de crédito. Ahora bien, en los casos en que la reducción de capital es significativa, y, más aún, si este llega a situarse por debajo del mínimo legal, las entidades se ven obligadas a adoptar actuaciones correctivas más drásticas. Limitar el crecimiento del negocio ya no es suficiente para garantizar la viabilidad de la entidad. Las opciones de las entidades son dos. La primera es recapitalizar. Sin embargo, se trata de una cuestión realmente complicada en un momento de crisis por la falta de confianza de los potenciales inversores. Y la segunda es reducir el riesgo. O sea, deshacer posiciones activas, lo cual incluye la cartera crediticia. De hecho, esta última alternativa puede ser la única estrategia factible, por lo cual las operaciones se materializan a precios de estrés.

Todo ello puede tener un impacto directo negativo sobre el mercado de los activos y, por lo tanto, también sobre el resto de entidades. Dada la elevada interrelación entre entidades y mercados, el efecto se va retroalimentando y provoca importantes pérdidas que van consumiendo el capital. Esta problemática se agrava muy especialmente cuando los mercados se colapsan y dejan de funcionar de forma adecuada. En el momento en que los mercados dejan de ser estables y líquidos, el valor razonable pasa a ser una fuente de estrés adicional para el sistema. Los precios dejan de ser precisos como medida de valor e incorporan una volatilidad no informativa. No son reflejo de los valores fundamentales, sino más bien de la falta de liquidez de los participantes en el mercado para aprovechar la coyuntura de precios bajos.

Los fondos de pensiones y las aseguradoras de vida podrían desempeñar un papel importante como elementos estabilizadores de estos mercados. En la medida en que estas instituciones se financian a largo plazo, podrían aprovechar la coyuntura e invertir en los activos que están vendiendo las entidades financieras a precios por debajo de su valor fundamental. Sin

---

**14.** La contabilización a valor razonable también afecta a partidas del pasivo, pero, para la mayoría de las instituciones financieras, el porcentaje del pasivo afectado es más reducido que el porcentaje del activo. **15.** Estas son las dos principales partidas del balance que se valoran con el método de valor razonable en las jurisdicciones principales. El Banco de España estima que, para las entidades españolas, suponen aproximadamente un 18% del balance. Para el caso del pasivo, el conjunto de partidas afectadas representa un 7% del total.

embargo, estas entidades también están sujetas al modelo del valor razonable, por lo que no pueden desempeñar esta función estabilizadora<sup>16</sup>.

En definitiva, el criterio del valor razonable introduce una volatilidad excesiva, que puede ser no informativa, y que induce una sobreestimación de pérdidas potenciales. Ello, a su vez, conduce a una revisión a la baja, abrupta y desmedida, del valor de los activos financieros, que conlleva acciones correctivas generadoras de un círculo vicioso muy perjudicial para el sistema. Con la aplicación del valor razonable centrado en los datos directos de mercado, la propia dinámica del mercado —en ocasiones absolutamente fuera de una zona de equilibrio— se convierte en una de las causas principales de una crisis<sup>17</sup>.

### 2.3.2 Ratio de capital regulatorio sin ajuste cíclico

Existe un amplio consenso en que los acuerdos de Basilea promueven un sistema bancario más sólido y eficiente y, por lo tanto, mejor preparado para impulsar un crecimiento económico estable. Sin embargo, el capital regulatorio establecido en Basilea es un factor que amplifica las fluctuaciones cíclicas del crédito bancario porque determina un nivel de capital mínimo constante, independientemente de si la economía se encuentra en la fase alcista o bajista del ciclo.

Según el acuerdo, las entidades tienen que mantener siempre como mínimo un 8% de sus activos ponderados por riesgo en forma de capital. En la medida en que estos recursos no se pueden utilizar nunca, solo el exceso de capital regulatorio contribuye a mitigar la prociclicidad. En este sentido, cabe destacar que en todos los países los bancos mantienen niveles de capital significativamente superiores a los niveles regulatorios. Este exceso de capital está justificado por numerosos argumentos teóricos a los que antes ya he hecho referencia<sup>18</sup>.

Sin embargo, en las últimas dos décadas hemos observado una reducción de este exceso de capital por dos razones fundamentales. En primer lugar, en un contexto en que el problema de información asimétrica es muy relevante, los accionistas solo pueden evaluar la actuación de los gestores centrando la atención en medidas más o menos estandarizadas de rentabilidad —como la rentabilidad del capital (RoE)— entre entidades comparables. Así, la presión para mejorar la rentabilidad frente al *peer group* puede conducir a tratar de optimizar el capital.

En segundo lugar, por la excesiva confianza depositada en los modelos de medición del riesgo. La creciente sofisticación de estos métodos de valoración ha creado una «ilusión» de exactitud en el cálculo de la necesidad de capital, que ha supuesto una presión adicional para los gestores bancarios para hacer un uso más eficiente del mismo. Sin embargo, como ya hemos discutido, estos métodos tienen muchas limitaciones derivadas tanto de la falta de información relevante como de la incapacidad de modelar de manera robusta las distribuciones de probabilidad subyacentes. Una deficiencia fundamental es que no son capaces de anticipar los cambios en calidad crediticia o las variaciones en el valor de activos en mercados en crisis, especialmente si estos mercados dejan de funcionar con normalidad por restricciones de liquidez o una falta de confianza.

### 2.3.3 Prociclicidad en el nivel de apalancamiento

Además de la nula sensibilidad cíclica de los requisitos de capital regulatorio, es preciso también examinar hasta qué punto las disposiciones regulatorias han afectado al apalancamiento de las entidades, definido como la ratio entre activos totales y *core capital*. La regulación de

---

**16.** En este sentido, algunas propuestas de cambio regulatorio apuntan a la necesidad de introducir el «mark to funding», de tal modo que la valoración de partes del activo estuviera en función de los plazos de maduración de agrupaciones de instrumentos financieros en el pasivo [véase Brunnermeier et ál. (2009)]. **17.** El debate sobre las posibles modificaciones del valor razonable para evitar estas situaciones de estrés es amplio. Véanse, por ejemplo, el análisis y las propuestas en Viñals (2008) o la discusión en Hellwig (2008). **18.** Véase el apartado b de la sección 2.2.2.



Basilea establece una ratio de capital mínima, exigiendo determinados tipos de capital en el numerador y agregando los activos en el denominador en función de su riesgo. Tanto la medición de este riesgo como los tipos de capital permitidos pueden aumentar en la práctica el grado de apalancamiento de una entidad, a pesar de cumplir las restricciones impuestas por los acuerdos de Basilea.

a. Prociclicidad en los recursos propios computables como capital

La definición de los recursos propios computables como capital regulatorio es un factor que contribuye a aumentar la prociclicidad. La razón básica es que la medida de capital utilizada en la ratio BIS es mucho más amplia que el *core capital* (capital en sentido estricto y reservas acumuladas) e incorpora elementos inherentemente cíclicos: las plusvalías y los instrumentos financieros híbridos entre deuda y capital.

La inclusión de las plusvalías no realizadas de los activos disponibles para la venta, que se contabilizan según el método del valor razonable como capital de segunda categoría (*tier 2*), genera un problema aún más grave que en el caso de las provisiones. Básicamente, porque, a diferencia de estas, nunca sirven para mitigar la volatilidad, solo la aumentan. Estas plusvalías contribuyen, con un límite del 45% de su valor neto, a incrementar el capital regulatorio en las fases alcistas del ciclo, y desaparecen totalmente en las etapas bajistas.

Por último, hay que hacer referencia a la contabilización de los instrumentos financieros híbridos inherentemente cíclicos como capital de segunda categoría (*tier 2*). El mejor ejemplo es la deuda subordinada que otorga el derecho a una remuneración predeterminada que no está condicionada a la existencia de beneficios. Esta es, precisamente, una de las diferencias principales en relación con las participaciones preferentes, y el motivo por el que estas se consideran capital de mejor calidad (*tier 1*), a pesar de no llegar a ser *core capital*.

La inclusión de la deuda subordinada como capital de segunda categoría puede imponer un elemento de estrés adicional en la fase bajista del ciclo por dos razones. En primer lugar, porque su remuneración es de carácter fijo y supone un coste adicional importante y, por lo tanto, unos menores beneficios, lo cual afecta a la generación de capital de primera categoría. Y, en segundo lugar, porque, al igual que otras emisiones de deuda, estos productos habitualmente tienen fecha de vencimiento. Y, lógicamente, en momentos de crisis resulta más complicado o costoso renovar este tipo de emisiones o encontrar fuentes alternativas de capital o financiación. La crisis actual ilustra perfectamente esta realidad. Desde comienzos de 2009, los *yields* de algunos instrumentos de capital de segunda categoría han llegado a situarse por encima del 20% en el mercado secundario de algunos países.

Finalmente, en relación con las provisiones genéricas para el riesgo de crédito instituidas en España, si bien es cierto que tienen un efecto contracíclico, al reducir los beneficios en las fases álgidas del ciclo y permitir el uso de estas reservas en las fases bajistas, es preciso remarcar que el hecho de que sean parcialmente computables como capital de segunda categoría (*tier 2*) limita su efectividad para atenuar las fluctuaciones del ciclo sobre el capital, dado que ello permite un mayor apalancamiento de las entidades en la fase alcista del ciclo. Solo el exceso de provisiones por encima del mínimo computado legalmente como capital regulatorio contribuye directamente a mitigar la volatilidad.

b. Prociclicidad en las medidas de riesgo

La prociclicidad introducida por vías regulatorias también afecta al denominador de la ratio BIS a través de cambios en la medición de los activos ajustados por riesgo a lo largo del ciclo económico.

La voluntad de aumentar la sensibilidad del capital regulatorio al riesgo ya está presente en Basilea I y es especialmente evidente en la reforma de 1998, que permitió el uso de modelos internos de valoración del riesgo en el ámbito del riesgo de mercado (VaR). Con la llegada de Basilea II, se promueve la generalización del uso de modelos internos de gestión del riesgo, lo que ha permitido reducir las ponderaciones por riesgo de muchos instrumentos y, por lo tanto, realizar una gestión más eficiente del capital.

Sin embargo, el acuerdo presenta algunas limitaciones. En primer lugar, aumentan los grados de libertad en la gestión del capital por parte de las entidades, lo que puede comportar que, con la intención de aumentar su rentabilidad, se reduzca en exceso el capital. Y, en segundo lugar, y más relevante para lo que nos ocupa, las medidas de riesgo incrementan la prociclicidad<sup>19</sup>.

La medición del riesgo, resumida en las ponderaciones de los activos, depende de la clasificación por parte de las entidades bancarias de sus clientes, que puede realizarse utilizando modelos internos o mediante la información de las agencias de *rating*. Las calificaciones crediticias en ambos casos se mueven positivamente con el ciclo<sup>20</sup>, mejorando en momentos de expansión y, por lo tanto, contribuyendo a una mejora cíclica de la ratio BIS (a través, en este caso, de una reducción del denominador, puesto que los mismos activos son ponderados como activos con menor riesgo) y empeorando en períodos adversos del ciclo.

c. Impacto final: elevados niveles de apalancamiento

En resumen, durante el largo período de bonanza económica, las entidades han alcanzado niveles de apalancamiento excesivos por un doble motivo. En primer lugar, por la posibilidad de computar como capital partidas contables que reforzaban las ratios de solvencia en los momentos de expansión pero que eran difíciles de mantener en momentos de recesión. Y, en segundo lugar, por una prociclicidad en la valoración del riesgo. Las ponderaciones de riesgo vinculadas a determinadas inversiones eran excesivamente reducidas en los momentos de expansión, por el exceso de confianza, de reguladores y entidades, en unos modelos cuantitativos de medición del riesgo que han demostrado tener claras limitaciones.

Es importante añadir que se han producido evoluciones diferenciadas por países en función de si existía o no una regulación adicional que ejerciera un control sobre la ratio de apalancamiento, más allá de los requisitos regulatorios de Basilea. Así, en los países donde solo existía la obligación de cumplir la ratio BIS se han alcanzado niveles de apalancamiento muy superiores a los de aquellos países que, adicionalmente, tenían que mantener un porcentaje de los activos totales en forma de capital de más alta calidad (*core capital* o *tier 1*). La diferencia es notable. Por ejemplo, en Canadá y para los bancos comerciales de EEUU, con límites al apalancamiento, este porcentaje se sitúa aproximadamente en un 5% y un 8%, respectivamente. Mientras, en algunos bancos de la zona del euro y el Reino Unido, o de la banca de inversión norteamericana, las ratios son inferiores al 4%, acercándose en ocasiones al 3%<sup>21</sup>.

2.3.4 El alcance de la regulación

Otra característica de la regulación actual que influye en la prociclicidad del sistema es el propio alcance de la regulación, que excluye determinados riesgos o instituciones, favoreciendo de este modo la inestabilidad.

---

**19.** Repullo y Suárez (2008) investigan con un modelo formal en qué medida los requisitos de capital de Basilea II comportan mayores exigencias de capital en recesiones y menores en expansiones, y de este modo pueden tender a acentuar el ciclo económico. Repullo y Suárez analizan el comportamiento de los excesos de capital sobre el requisito regulatorio y encuentran que, con parámetros razonables, la acumulación de exceso de capital en las expansiones es insuficiente para compensar los elevados requisitos de capital en momentos de recesión, por lo que el impacto agregado de la regulación es acentuar el ciclo económico. **20.** Para una discusión detallada, véase González Mota (2005). **21.** Véase, al respecto, Hildebrand (2008) y Bank of Canada [(2008), página 24]. En Canadá, el límite regulatorio al apalancamiento permite el cómputo como capital de componentes tanto de *tier 1* como de *tier 2*.

Una primera consideración es que la regulación prudencial bancaria ha sido tradicionalmente microprudencial. Es decir, centrada en el mantenimiento de la estabilidad de las entidades financieras a nivel individual y obviando en gran medida la perspectiva macroprudencial o sistémica. Este enfoque infravalora la generación de riesgos sistémicos, que son precisamente los que se manifiestan a lo largo de las fluctuaciones macroeconómicas.

Los riesgos para el sistema se pueden originar en entidades de gran tamaño, expuestas a muchos operadores del mercado (caso, por ejemplo, de AIG en la actual crisis financiera); pero también pueden manifestarse como consecuencia de las externalidades negativas a las que hemos hecho referencia en apartados anteriores. En este caso, el riesgo sistémico no es el resultado del comportamiento de una gran entidad, sino de la agregación de las acciones individuales —inofensivas tomadas una a una— de muchos agentes concretos, cuya dimensión es, en principio, reducida para afectar significativamente al conjunto del mercado. Estas consecuencias sistémicas de las acciones de entidades individuales pequeñas no han sido tradicionalmente consideradas en el marco regulatorio prudencial y pueden ser una causa importante de acentuación del ciclo económico.

Un segundo factor de inestabilidad radica en que determinados productos e instituciones con potenciales efectos sistémicos quedan fuera del marco regulador. Algunas entidades, como los *hedge funds*, o productos, como los *credit default swaps* (CDS), pueden adquirir en agregado una dimensión y un grado de interconexión con el sector bancario regulado que haga que su operativa pueda tener consecuencias sistémicas.

Estas instituciones e instrumentos financieros pueden crear problemas de prociclicidad o inestabilidad financiera de diversas maneras. En ocasiones, porque la falta de información provoca que algunos agentes importantes adopten elevadas posiciones de riesgo que no son conocidas por las autoridades supervisoras (caso del mercado no organizado de CDS). En otras, porque el agregado de estos agentes incide muy fuertemente (y desestabilizadamente) en los mercados organizados en los que operan las entidades reguladas (caso de los *hedge funds* y su operativa en los mercados de derivados y valores). Y, finalmente, porque estas instituciones devienen en instrumentos para llevar a cabo un arbitraje regulatorio. Este es, por ejemplo, el caso de la estrategia seguida por algunas entidades bancarias que sí estaban sometidas a la regulación prudencial y consiguieron sortearla con la creación de vehículos que asumían (parte del) riesgo, pero que se excluían del perímetro regulador. La creación de los SIV (vehículos estructurados de inversión) es un ejemplo. Estos vehículos adquirirían bonos de titulizaciones y, en principio, asumirían el riesgo de impago de los créditos. Sin embargo, se mantenía un vínculo con la entidad originadora del crédito a través de un compromiso de proporcionar financiación al SIV en caso de necesidad. Estos vehículos casi no disponían de capital propio y se financiaban a muy corto plazo a través de la emisión de pagarés. Con el aumento de la morosidad de los créditos asociados a los títulos que habían comprado y el aumento sustancial del riesgo de crédito para el comprador de sus pagarés, este mercado se secó y los vehículos no encontraron ninguna fuente alternativa de financiación. En este escenario, las entidades originadoras se vieron forzadas a inyectar liquidez y, por lo tanto, a asumir parte del riesgo de crédito —un riesgo que no había figurado en sus balances y para el que no habían reservado capital—.

### 2.3.5 El papel de las agencias de *rating*

Un último componente del marco regulador actual es el papel clave que se ha otorgado a las agencias de calificación (*rating*) crediticia, unas entidades privadas que operan en un mercado altamente concentrado, prácticamente sin ningún tipo de regulación o supervisión.

Los acuerdos de Basilea y otras normativas del sector financiero otorgan a estas agencias un papel fundamental a diversos niveles, afectando al comportamiento de cada agente individual y, por lo tanto, al conjunto del sistema.

En primer lugar, los *ratings* de las agencias se utilizan como referencia para establecer las ponderaciones de las diferentes clases de riesgo en los activos totales ponderados, determinando de esta manera las exigencias de capital. Además, los límites de la inversión en determinadas clases de activos por parte de instituciones como fondos de pensiones y aseguradoras están vinculados a las calificaciones otorgadas por las agencias.

Como es bien sabido, los conflictos de intereses inherentes al modelo de negocio de estas agencias han provocado que su comportamiento a lo largo del último ciclo económico agravara la volatilidad del sector financiero. La creciente pérdida de fiabilidad de las calificaciones crediticias ha sido el resultado de un modelo en el que el emisor paga por el *rating*, en lugar de hacerlo el inversor. El pago del *rating* por parte del inversor no es viable, en general por un problema de *free riding*, pero las consecuencias del modelo en vigor pueden conllevar con facilidad una degradación de los estándares.

El problema se agrava porque las agencias ofrecen también servicios de consultoría en relación con la estructuración de instrumentos financieros, de los cuales precisamente deben hacer el *rating*. El conflicto de intereses es patente y no muy diferente del que afectó hace pocos años al mundo de la auditoría, y que acabó originando la desaparición de compañías muy importantes y cambios institucionales significativos.

### **3 Conclusiones: ¿cómo reducir el carácter procíclico del sistema financiero del futuro?**

La magnitud de la crisis financiera y su extraordinario impacto en el conjunto de la economía mundial hacen imprescindible la introducción de reformas en el sistema financiero para tratar de evitar que este tipo de episodios se repitan en el futuro.

El examen de la naturaleza competitiva del sector, los fallos de mercado inherentes a la actividad de intermediación financiera y ciertas características poco acertadas de la regulación actual apuntan, de manera natural, a algunas líneas de reforma.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que cualquier programa de reforma debe adoptarse con calma, una vez superada la crisis —que hoy es la cuestión prioritaria—, y teniendo presente la gran contribución positiva al crecimiento económico que se deriva de disponer de un sistema financiero eficiente e innovador.

Es evidente, sin embargo, que la naturaleza inestable del sector —que hemos analizado ampliamente en este artículo— justifica la reforma del marco regulador, con el fin de reforzar su estabilidad, tratando de imponer restricciones que tengan el menor impacto posible en la eficiencia.

En este sentido, algunas de las importantes reformas que se deberán emprender en el sistema financiero internacional son prácticas regulatorias que ya están en cierta medida en marcha en el sistema financiero de España, el cual, como es bien sabido, ha sido, juntamente con el de otros países como Canadá, una referencia internacional de buena regulación a lo largo de los últimos años.

En este apartado final sobre vías posibles de reforma regulatoria no es factible presentar un plan detallado de actuación, algo que está fuera del objetivo de este trabajo y que, sin duda,

será objeto de discusión y acuerdo en diversos foros internacionales como el Foro de Estabilidad Financiera, el FMI y el BIS<sup>22</sup>.

Lo que sí es posible es indicar cuáles podrían ser algunos de los principios que debería cumplir este nuevo marco regulador y qué objetivos podría perseguir, señalando, acto seguido, las áreas y la orientación de la actuación que en mi opinión son prioritarias.

La regulación financiera que se instituya para reformar el sistema financiero internacional tendría que ser, en primer lugar, *robusta*. Esto es, una normativa que enfatizara su facilidad de implantación en términos de requerir poca información por parte de la autoridad reguladora, y que estuviera constituida por normas sencillas, fáciles de llevar a cabo por parte las entidades reguladas, y de verificar o monitorizar por parte de las autoridades. Estas características, que resumo en el término robustez, tendrían que conducir a una normativa que fuera más difícilmente eludible por parte de los agentes regulados. Que dificultara, en definitiva, el arbitraje regulatorio.

Un segundo aspecto necesario de la regulación es que sea *focalizada*. O sea, orientada al máximo a corregir los fallos de mercado que originan la inestabilidad del sistema. Esto no es sencillo, ya que las imperfecciones del mercado, como hemos visto, son diversas y están interrelacionadas. Pero la focalización es importante para tratar de evitar que la regulación que se introduce para mitigar un fallo de mercado cree a su vez nuevos problemas. Esta focalización, además, puede impedir actuaciones, tal vez rentables políticamente, pero que no atacan los problemas económicos de base, por ejemplo en cuestiones de buen gobierno corporativo, que no son exclusivas del sector financiero.

Un tercer principio clave es la *proporcionalidad*. Sin duda, el daño que ha hecho el sistema financiero internacional al conjunto del sistema económico ha sido muy elevado. Tanto en términos de asignación incorrecta de recursos en el proceso de expansión, como por haber acentuado la fase bajista del ciclo hasta llevarlo a una recesión global. Pero la visión que he tratado de aportar en este trabajo resalta dos hechos que es preciso tener presentes en el momento de pensar en reformas. El primero es que, al igual que otros sectores económicos, el financiero es un sector cíclico, una característica intrínseca a su propia función en la economía y que, por lo tanto, no se puede eliminar si no es impidiendo que lleve a cabo uno de sus principales cometidos: la transformación de plazos. El segundo es que los fallos de mercado que originan la inestabilidad financiera y la contribución del sector a acentuar los ciclos económicos son de muy *difícil* solución, ya que derivan casi siempre de la existencia de información asimétrica y de efectos externos que no es sencillo contrarrestar desde los poderes públicos. Por ello, el objetivo del regulador debe ser actuar con proporcionalidad, escogiendo los instrumentos que mejor puedan mitigar las imperfecciones del mercado que provocan inestabilidad.

Finalmente, la intervención del regulador debería estar cada vez más orientada, no tanto al control o supervisión de determinados tipos de entidades financieras, sino a la regulación de actividades financieras —las lleve a cabo el agente que sea—, en función de sus efectos en el mercado. Es decir, sería una regulación basada *en la función y su efecto*, no en la institución. Este principio tendría que permitir ampliar el perímetro regulatorio en cuanto fuera necesario para impedir el arbitraje regulatorio.

---

22. En el momento de finalizar este artículo se han publicado nuevas propuestas regulatorias por parte de las autoridades reguladoras del Reino Unido [FSA (2009)] y la Unión Europea [informe Larosière (2009)] que se añaden a otras muchas generadas a lo largo de los últimos meses en diversos ámbitos [véase, por ejemplo, Brunnermeier et ál., op. cit., e IMF (2009)].

Con estos principios como punto de partida, ¿cuáles deberían ser los objetivos de la reforma regulatoria? A la luz de las características de la crisis financiera actual, parecería necesario que los objetivos centrales fueran los siguientes:

- 1 *El reforzamiento de la regulación macroprudencial.* Es decir, la regulación orientada a impedir las crisis sistémicas: aquellas que suceden por la fragilidad de instituciones especialmente significativas, o porque numerosas entidades de pequeña dimensión se ven sometidas a las mismas fuentes de inestabilidad.
- 2 *La mitigación de los problemas de riesgo moral.* Lo que significa establecer regulaciones que impidan, o al menos dificulten, que aquellos agentes o instituciones que gozan de algún tipo de seguro implícito o explícito en su financiación lleven a cabo acciones o estrategias de alto riesgo, poniendo con ello en peligro la estabilidad del sistema al gozar de una estructura de ganancias asimétrica: muy positiva en el caso de que las apuestas arriesgadas sean exitosas y, en cambio, incapaz de soportar las pérdidas en caso de resultados adversos. La corrección de los problemas de riesgo moral es, pues, necesaria tanto por motivos de eficiencia como de equidad, ya que, en el caso de resultados negativos, estos son soportados por el conjunto de la sociedad.
- 3 *La reducción del apalancamiento procíclico del sector.* El papel desempeñado por el sector financiero en el proceso de endeudamiento acelerado de las familias y las empresas en numerosos países es incuestionable, y el análisis económico del marco regulatorio muestra que, a pesar de que el apalancamiento es consustancial al propio negocio financiero, su magnitud y carácter procíclico pueden ser atenuados mediante la actuación regulatoria. Junto con otras disposiciones de política monetaria y fiscal, esta medida contribuiría a moderar los ciclos de excesiva acumulación de deuda.
- 4 La introducción de normativas que favorezcan un *funcionamiento estable de los mercados de activos* para conseguir que, en situaciones de tensión, estos operen con la máxima normalidad posible, minimizando situaciones de cierre o falta de liquidez en los mercados, o de fluctuaciones excesivas en los precios. Este es, sin duda, un objetivo regulatorio muy complejo, que precisa de un diseño del marco legal y contable que encuentre un equilibrio entre la transparencia informativa que requieren los agentes económicos para tomar decisiones informadas, y la calidad de la información que efectivamente esté disponible en cada momento, especialmente en situaciones de turbulencia y elevada incertidumbre.

Estos objetivos generales de reforma regulatoria se deberían traducir en actuaciones concretas, que, sin ánimo de ser exhaustivo, deberían incidir en las siguientes áreas:

- 1 La inclusión en un ámbito especial de supervisión, coordinada a nivel internacional, de *instituciones de gran dimensión* que sean susceptibles, por su interconexión en los mercados, de crear problemas de inestabilidad sistémica.
- 2 El aumento de la *transparencia informativa sobre mercados y actores* (como los mercados de derivados y los *hedge funds*) que no necesariamente tienen que estar regulados, pero sobre los cuales es preciso que las autoridades dispongan de información, a fin y efecto de evaluar riesgos potenciales de desestabilización del sistema.

- 3 *La delimitación de las actividades financieras* que pueden llevar a cabo las diversas instituciones, para impedir que algunos intermediarios financieros aprovechen el seguro público para llevar a cabo inversiones de elevado riesgo.
- 4 En la misma línea de separar o aislar aquellas partes del sistema financiero que ofrecen servicios de pago y ahorro al grueso de la población de las que se dirigen a inversores y agentes profesionales, y de impedir que las garantías públicas sean utilizadas de modo erróneo, es preciso avanzar en la *reforma del sistema de ratings* de productos financieros. Esto significa regular el funcionamiento de las agencias privadas de *rating* y avanzar en la certificación de los productos financieros para proteger la estabilidad de aquella parte del sistema financiero que tiene repercusiones sistémicas y constituye el núcleo central que canaliza el ahorro de los ciudadanos y la financiación de la inversión empresarial.
- 5 Incorporar en las regulaciones de capital mecanismos que permitan que el capital (regulatorio o no) cumpla con su función económica primordial de actuar de colchón frente a pérdidas potenciales. El diseño de este mecanismo debería *desincentivar el apalancamiento procíclico de las entidades*, hasta el punto, si es preciso, de establecer límites máximos de apalancamiento, y con medidas que, en lo posible, no fueran fácilmente evadibles por parte de las entidades. Hay diversas propuestas en discusión, desde la adquisición de seguros de capital, hasta los límites absolutos, o la vinculación del capital regulatorio a indicadores del momento del ciclo económico.
- 6 Acordar, a nivel internacional, *métodos de valoración de las masas patrimoniales* que, en función de la naturaleza de los activos y pasivos considerados, así como de los mercados en que cada uno se negocia, encuentren un equilibrio adecuado entre la valoración a costes históricos y la valoración a precios de mercado, con el fin de garantizar en cada caso el funcionamiento ordenado de los mercados y su ajuste no abrupto a los cambios en las circunstancias económicas y las informaciones fiables disponibles sobre las perspectivas futuras. En este mismo sentido, los métodos de valoración de riesgo que se utilizan en el marco regulatorio también deberían ser reformados, para garantizar un uso más equilibrado de los mismos, que combine estas herramientas cuantitativas con una visión global y más prudencial del conjunto de los riesgos susceptibles de afectar a cada institución.

## BIBLIOGRAFÍA

- ADRIAN, T., y H. SHIN (2008). *Liquidity and financial cycles*, BIS Working paper n.º 256, julio.
- ALLEN, F., y E. CARLETTI (2008). *Financial system: shock absorber or amplifier?*, BIS Working Paper n.º 257, julio.
- BANK OF CANADA (2008). *Financial System Review*, diciembre.
- BERNANKE, B. (2007). «The financial accelerator and the credit channel: a speech at a conference on the Credit Channel of the Monetary Policy in the Twenty-first century, Federal Reserve Bank of Atlanta», conferencia del *chairman* of the Board of Governors of the Federal Reserve System, Atlanta, Georgia, 15 de junio.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2008). *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08*, NBER WP Series n.º w14612.
- BRUNNERMEIER, M. K. et ál. (2009). *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, ICMB y CEPR.
- DANIELSSON, J. (2008). «Blame the models», *Journal of Financial Intermediation*, de próxima publicación.
- DE LAROSIÈRE, J., et ál. (2009). «The high-level group of financial supervision in the EU», Informe a la UE, Bruselas, febrero.
- DELL'ARICCIA, G., y R. MÁRQUEZ (2006). «Lending booms and lending standards», *Journal of Finance*, vol. 61(5), pp. 2511-2546, octubre.
- DIAMOND, D., y P. DYBVIK (1983). «Bank runs deposit insurance and liquidity», *Journal of Political Economy*, n.º 91, pp. 401-419.

- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2009). *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, marzo, Londres.
- GONZÁLEZ MOTA, E. (2005). «Prociclicidad, volatilidad financiera y Basilea II», *Estabilidad Financiera*, n.º 8, Banco de España, pp.151-162.
- HELLWIG, M. (2008). «Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime —mortgage financial crisis», versión preliminar del Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2008/43, Bonn.
- HILDEBRAND, P. M. (2008). «Is Basle II enough? The benefits of a leverage ratio» Financial Markets Group Lecture, London School of Economics, Londres, diciembre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009). «Initial Lessons of the Crisis», Nota preparada por los departamentos de Research, Monetary and Capital Markets, y Strategy, Policy and Review, febrero.
- JODÁR-ROSELL, S., y J. GUAL (2009). *Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros*, Documento de Economía n.º 13, «la Caixa».
- KAHNEMANN, D., y A. TVERSKY (1973). «On the psychology of prediction», *Psychological Review*, 80, 4, pp. 237-251, julio.
- LEPETIT, L., E. NYS, P. ROUS y A. TARAZI (2008). «The expansion of services in European banking: Implications for loan pricing and interest margins», *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, issue 11, pp. 2325-2335.
- LOWN, D., y D. P. MORGAN (2006). «The credit cycle and the business cycle: new findings using the loan officer opinion survey», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n.º 6.
- NYS, E. (2008) «Service Provision and Loans: Price and Risk Implications», *Revue d'Économie Politique*, mayo.
- PERSAUD, A. (2008). «Why bank risk models failed», publicado en [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org), abril.
- REPULLO, R., y J. SUÁREZ (2008). *The Procyclical effects of Basel II*, CEPR Discussion Paper n.º 6862, junio.
- VAN DEN HEUVEL, S. (2002). *Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?*, FRBNY Policy Review, mayo, pp. 251-265.
- VIÑALS, J. (2008). «Improving fair value accounting», *Financial Stability Review Banque de France*, n.º 12, octubre.
- WHITE, L. J. (1991). *The Savings and Loans Debacle*, Oxford University Press.



EL INFORME DEL GRUPO DE ALTO NIVEL SOBRE SUPERVISIÓN FINANCIERA EN LA UE:  
EL INFORME LAROSIÈRE

Linette Field y Daniel Pérez (\*)

(\*) Linette Field pertenece a la Dirección General de Supervisión del Banco de España, y Daniel Pérez, a la Dirección General de Regulación del Banco de España. Los autores agradecen los comentarios de Gonzalo Gil, Cecilia Lozano, José Pérez, Jesús Saurina y Fernando Vargas. Los errores que puedan subsistir son de la exclusiva responsabilidad de los autores.  
Este artículo no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el Informe Larosière

La crisis financiera internacional, que se inicia en el verano de 2007 y que se ha hecho especialmente intensa desde septiembre de 2008, y su interacción con la economía real, que atraviesa una crisis que se ha manifestado de forma sincronizada en las principales áreas económicas, configuran una situación de enorme gravedad sin precedentes cercanos en el tiempo. Ante ello, las autoridades públicas, tanto nacionales como internacionales, han iniciado diferentes actuaciones en distintos ámbitos.

La Comisión Europea encargó a un grupo de expertos de alto nivel que, una vez analizadas las causas de la crisis, estudiara el marco regulatorio y supervisor existente en la actualidad en la Unión Europea, estableciendo recomendaciones concretas para su mejora. Surge así el denominado «Informe Larosière», que se publicó el 25 de febrero de 2009.

El Informe, reconociendo la imposibilidad de evitar completamente la ocurrencia de crisis financieras, plantea un conjunto de medidas con los objetivos de reducir su probabilidad de ocurrencia y de que, en caso de que finalmente se manifiesten, de ellas se deriven los menores costes para el conjunto de la economía. Desde esta óptica, se plantean modificaciones en diferentes ámbitos: regulación, reforzamiento de la supervisión macro y microprudencial, mejora en la efectividad de los mecanismos de gestión de crisis y fomento de la cooperación dentro de la UE y a nivel global.

En este artículo se resumen las propuestas recogidas en el Informe Larosière, al tiempo que se describe cuál es la situación actual de dichas propuestas, y, finalmente, se ofrece una breve valoración de dicho Informe.

### 1 Introducción

Desde el verano de 2007, y en especial desde septiembre de 2008, se ha concretado una crisis financiera internacional sin precedentes cercanos, que afecta con una notable intensidad a numerosos mercados e instituciones financieras de diferentes áreas geográficas. Lo que se inició como una crisis asociada inicialmente a un segmento muy concreto del mercado hipotecario estadounidense (el denominado *subprime*) se ha extendido entre instituciones, mercados y países con una intensidad y un ritmo excepcionales.

La situación se complica todavía más en la actualidad porque la economía real atraviesa una crisis que se ha manifestado de forma sincronizada en las principales áreas económicas, y que se ha extendido también a algunas emergentes. Las previsiones de crecimiento del producto para una mayoría de países han sido sistemáticamente revisadas a la baja, hasta el punto de que las más recientes publicadas por los organismos internacionales competentes anticipan una caída del PIB mundial para 2009.

La magnitud de las crisis financieras y de la economía real, y los riesgos derivados de la retroalimentación entre ellas que provocan la concreción de círculos viciosos en la economía mundial, justifican que diferentes autoridades y organismos, tanto nacionales como internacionales, hayan iniciado distintas actuaciones. Por una parte, acciones en el corto plazo, que en el ámbito financiero han tenido como principal objetivo tratar de evitar el colapso del sistema. Así, por ejemplo, las autoridades monetarias han desarrollado un conjunto de medidas de forma coordinada con la intención de aportar liquidez a las instituciones financieras, en un momento en el que los mercados interbancarios habían dejado de funcionar. Por su parte, los gobiernos han aportado capital a numerosas entidades de elevado tamaño en riesgo, al tiem-

po que han tratado de reforzar su capacidad de financiación estableciendo programas por los que ofrecen garantías a sus emisiones. Estas medidas han sido complementadas en diversos países por otras de carácter fiscal.

El segundo tipo de actuaciones analizan detalladamente las causas de la crisis y los ámbitos que han presentado deficiencias en cuanto a los mecanismos habilitados para su resolución, proponiendo reformas y actuaciones que pretenden minimizar la probabilidad de la ocurrencia de nuevos episodios de este tipo en el futuro, al tiempo que habilitar mecanismos que faciliten su gestión y su resolución con los menores costes para el conjunto de la economía cuando se produzcan.

El llamado Informe Larosière, publicado el 25 de febrero de 2009, responde a este segundo tipo de actuaciones, y surge como consecuencia de un encargo de la Comisión Europea a un grupo de expertos de alto nivel<sup>1</sup> por el que debían analizar el marco regulatorio y supervisor existente en la Unión Europea, estableciendo recomendaciones concretas para su mejora. El grupo tuvo que desarrollar un trabajo muy intenso en un período de tiempo muy reducido, de solo tres meses. Pese a ello, y más allá de otras consideraciones, se trata de un informe bastante completo respecto de los temas sobre los que debía elaborar una opinión.

Con el objetivo de diseñar un marco supervisor más eficiente, integrado y sostenible que el actual<sup>2</sup>, el mandato de la Comisión pide que se hagan propuestas en tres áreas de trabajo: (1) cómo debe organizarse la supervisión en la UE para asegurar la solidez de las instituciones financieras y el funcionamiento ordenado de los mercados; (2) cómo mejorar la cooperación en Europa en el terreno del análisis y seguimiento de la estabilidad financiera, incluyendo la gestión de los riesgos entre sectores y entre países, y (3) cómo los supervisores de la UE deberían cooperar con los de otras jurisdicciones para salvaguardar la estabilidad financiera a nivel global.

En aplicación de este mandato, el Informe Larosière, tras un análisis de las causas que, con mayor o menor intensidad, han contribuido a la actual crisis de los mercados financieros, establece la necesidad de cambios profundos en el marco supervisor de la UE, cambios que deben ir acompañados de otros, también de notable calado, en el ámbito de la regulación financiera. En este sentido, el Informe considera que, si bien los cambios en el marco supervisor son fundamentales, estos no pueden producirse de manera aislada con respecto a las regulaciones que los supervisores deben aplicar, así como de los mecanismos de gestión y resolución de crisis a su disposición. En otras palabras, la regulación, la supervisión y los mecanismos de gestión y resolución de crisis forman un continuo, y desde esta perspectiva son abordados en el Informe Larosière.

Así pues, se formulan modificaciones regulatorias (que persiguen establecer los incentivos correctos para los agentes que participan en los mercados financieros), se propone un reforzamiento de la supervisión macro y microprudencial (que asegure eficazmente el cumplimiento de las reglas establecidas) y se plantea el desarrollo de procedimientos más efectivos para la gestión de crisis (ya que no es posible asegurar que estas no vayan a producirse en el futuro). Y todo esto, reforzando un marco de actuación mucho más coordinado en la UE, que,

---

1. Presidido por Jacques de Larosière (director del Fondo Monetario Internacional de 1978 a 1987 y gobernador del Banco de Francia de 1987 a 1993). Los miembros del grupo eran Leszek Balcerowicz, Otmar Issing, Rainer Masera, Callum McCarthy, Lars Nyberg, José Pérez y Onno Ruding. La Comisión Europea ejerció la función de secretariado del grupo. 2. Véase el anejo 1 para una breve descripción del marco actual en la UE. Un análisis en mayor profundidad puede encontrarse en L. Field, «Cooperación en materia de supervisión en la Unión Europea y el papel del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS)», *Estabilidad Financiera*, n.º 9, 11/2005.

partiendo de las estructuras ya existentes, pueda dar una respuesta eficaz a una realidad en la que los mercados financieros en la UE están mucho más integrados. Asimismo, el Informe no olvida que en un mundo financiero tan integrado como el actual es preciso buscar soluciones y mayores niveles de cooperación y coordinación a nivel global.

El resto del artículo se estructura como sigue: En las secciones 2, 3 y 4 se resumen las propuestas del Informe Larosière relativas a los ámbitos de regulación, gestión y resolución de crisis y ámbito supervisor, respectivamente. La quinta sección resume las consideraciones de ámbito global que plantea dicho Informe. En la sección 6 se describe cuál es la situación actual de estas cuestiones, y en qué punto se encuentran las discusiones al respecto, lógicamente, a la fecha de elaboración del presente artículo. Finalmente, se concluye con una breve valoración del trabajo realizado por el grupo Larosière.

## **2 Cambios propuestos en materia de regulación financiera**

Como se ha indicado, las propuestas del Informe Larosière parten de un análisis previo de las causas de la crisis financiera. Dicho análisis comparte con los realizados por diferentes foros y analistas<sup>3</sup> la diagnosis del problema, que, al margen de otras consideraciones, se puede caracterizar por su complejidad, así como por exponer los fallos que se han concretado en diversos ámbitos. No hay, pues, una única causa que haya derivado en la situación actual, sino que, más bien, ha de hablarse de un fallo colectivo.

Las políticas macroeconómicas, y en particular la política monetaria, han contribuido a un clima de reducidos tipos de interés y de abundante liquidez, cuestiones que el Informe sitúa como factores fundamentales en la génesis de la crisis financiera. La razón es que este contexto macroeconómico ha contribuido a la gestación de desequilibrios muy importantes. Por una parte, en algunos segmentos de mercado concretos, como, por ejemplo, el inmobiliario en Estados Unidos. Por otra parte, a nivel global, donde se han concretado notables desequilibrios de balanza de pagos.

Estos factores han sido agravados por la actitud de los agentes que participan en los mercados financieros, que en un entorno altamente competitivo y de abundante liquidez han tratado de compensar las reducidas rentabilidades buscando oportunidades de inversión y de negocio que estaban asentadas en una infravaloración de los riesgos asumidos, incluido el de liquidez. Al amparo del denominado «modelo de originar para distribuir»<sup>4</sup> desarrollado por las entidades de algunos países, que modifica la relación tradicional entre prestatario y prestamista e introduce incentivos perversos tanto en la concesión de financiación como en su posterior seguimiento, se han diseñado productos estructurados de una enorme complejidad. Esta nueva concepción del negocio bancario consideraba que la titulización de los riesgos, a través de dichos productos, permitía una mejor diversificación de los riesgos, distribuyéndolos por el sistema. Las agencias de calificación, por su parte, les otorgaban calificaciones crediticias de la máxima calidad, calificaciones en las que los inversores han descansado en exceso. La realidad, sin embargo, ha sido que los productos eran excesivamente complejos y faltos de transparencia, y que los riesgos no se diversificaron adecuadamente hacia quienes tenían una mayor capacidad para gestionarlos, sino que se concentraban a su vez en otros agentes financieros, en muchas ocasiones al margen de la regulación prudencial (*shadow banking system*). Los gestores de las entidades desarrollaron un modelo de banca que se apoyaba en productos que no comprendían plenamente y que descansaba en sistemas de remuneraciones e incentivos que hacían un excesivo énfasis en el corto plazo.

3. Por ejemplo, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, de abril de 2008. 4. Véase J. M. Roldán «El papel del modelo de originar para distribuir en la crisis financiera de 2007», *Estabilidad Financiera*, n.º 15, 11/2008.

Dicho de otro modo, la fuerte competencia existente entre entidades y centros financieros internacionales, unida a la influencia de un modelo de banca de inversión supuestamente más sofisticado y eficiente, ha llevado a determinados fallos de gestión que se han demostrado muy graves. Entre ellos, cabe señalar la mala valoración que se ha realizado de los riesgos de mercado, liquidez y concentración, entre otros, sin que se haya tenido suficientemente en cuenta su elevada correlación con el riesgo de quiebra cuando se concentran situaciones de estrés como las que, de hecho, se han producido.

Por su parte, el Informe señala que los reguladores y los supervisores también han cometido errores, ya que no han sido capaces de identificar estos elementos de riesgo adecuadamente y han confiado en exceso en la capacidad de las entidades para gestionarlos. Es más, la supervisión ha estado muy centrada en las particularidades de las entidades concretas, y se ha prestado poca atención al impacto que los desarrollos generales podrían tener en el sector financiero y en los mercados de forma global. Es decir, han fallado los sistemas de alerta temprana, o sus resultados no se han trasladado a acciones concretas, al tiempo que el análisis macroprudencial ha recibido una atención insuficiente.

Por lo tanto, y como se ha dicho, los fallos que han desembocado en una crisis financiera como la actual han sido múltiples, afectando a un conjunto amplio de agentes e instituciones. Su corrección para el futuro exige no solo cambios en el marco supervisor, sino también en el ámbito de la regulación financiera. En este último terreno, los que propone el Informe Larosière se pueden agrupar, a grandes rasgos, en seis ámbitos de actuación.

## 2.1 MÁS CAPITAL Y DE MAYOR CALIDAD

En términos generales, la conclusión que se podría extraer es que se necesita más capital y de mayor calidad, lo que se justifica por varios motivos, que a su vez se concretan en diversas recomendaciones concretas.

El Informe reconoce que el marco de Basilea II no estaba en vigor cuando se gestó la crisis financiera, pero estima que hay que reformularlo fundamentalmente a la luz de las lecciones aprendidas. Se han minusvalorado algunos riesgos, al tiempo que se ha confiado en exceso en la capacidad que tenían las entidades para gestionarlos.

Entre los riesgos que no se han tenido en cuenta suficientemente, la crisis ha puesto de manifiesto con crudeza las notables consecuencias adversas que se derivan del riesgo de liquidez, que se ve acentuado en la medida en que existen desequilibrios en los plazos de activo y pasivo de las entidades. Es preciso, por lo tanto, introducir normas más concretas y estrictas al respecto, que además consideren el impacto que las presiones sobre la liquidez induce en el capital de las entidades y, por lo tanto, en el comportamiento de sus gestores.

Tampoco los riesgos asociados a los procesos de titulización de activos han sido adecuadamente considerados, y en particular cuando dichos procesos se asientan en los productos más complejos y que supuestamente permiten la transferencia de los riesgos desde la entidad que los genera hacia los tenedores de los títulos. Se considera necesario que aquellas entidades que generan los riesgos los mantengan en su balance hasta el vencimiento de los bonos emitidos.

En lo relativo a la capacidad de gestionar los riesgos, el caso de la cartera de negociación es un claro ejemplo. No solo los modelos estaban mal diseñados, en la medida en que usaban datos estadísticos relativos a períodos de tiempo cortos, y por lo tanto solo válidos para momentos de bonanza, sino que la alta administración de las entidades no los entendían adecuadamente. Desde una perspectiva más general, se recomienda que en el futuro no se descan-

se tanto en los modelos internos, que, siendo relevantes, han de ser adecuadamente complementados por el juicio experto de los gestores y supervisores, lo que exige su adecuada comprensión.

Lo anterior no solo indica la necesidad de más capital, sino también de reforzar su calidad, siendo precisa una definición común a nivel de la UE, que clarifique el tipo de instrumentos que se pueden considerar dentro del de mayor categoría. La necesidad de aumentar la calidad del capital queda puesta de manifiesto, además, cuando se consideran dos cuestiones adicionales que la crisis financiera ha puesto de manifiesto con claridad.

Por una parte, que se han desarrollado vehículos fuera de balance (los denominados *conduits* y SIV) que, en realidad, eran poco transparentes, y que han minado la capacidad del capital para hacer frente a los riesgos. Es decir, el capital que mantenían las entidades no tomaba en consideración suficientemente el hecho de que buena parte de los riesgos que se mantenían fuera de los balances bancarios hayan tenido que retornar a estos cuando se han concretado las dificultades.

Por otra parte, ha habido un exceso de confianza en las agencias de calificación, y no solo por parte de los inversores, sino también de los reguladores. La actuación de las agencias de calificación ha sido ampliamente debatida en numerosos foros, y el Informe propone medidas que implican su supervisión en la UE, modificar su modelo de negocio para limitar los conflictos de interés (el que paga a la agencia es el que va a ser calificado, al tiempo que en ocasiones recibe otro tipo de servicios) y utilizar diferentes escalas de calificación que permitan separar claramente la complejidad asociada a los diferentes productos, y en particular la que se deriva de los productos estructurados complejos desarrollados en los últimos años.

## 2.2 PROCICLICIDAD

Los agentes que participan en los mercados financieros tienen, por su naturaleza, un comportamiento cíclico, y muy a menudo procíclico. Dicho de un modo sencillo, cuando el contexto económico y financiero es bueno, su tendencia es a actuar con optimismo, minusvalorando los riesgos. Cuando la situación se torna adversa, tienden a reaccionar con brusquedad, por ejemplo limitando el crédito que conceden para la realización de las actividades productivas. Esta actitud se denomina procíclica, porque, cuando se concreta, agrava el propio ciclo de la economía real, que se torna más adverso.

Desde el punto de vista de la regulación, el objetivo sería que las normas no introdujeran una prociclicidad excesiva, o, en otras palabras, que no se crearan incentivos que acentuaran ese comportamiento propio de los agentes financieros.

Por estos motivos, el Informe recomienda reducir la excesiva prociclicidad que puede generar el marco del capital, así como las normas contables.

En lo relativo a la normativa de capital, se establecen recomendaciones tanto para la cartera de inversión crediticia como para la de negociación. Así, desde el punto de vista de la cartera de inversión crediticia, en la que los modelos avanzados de Basilea II se basan en el cómputo por parte de las entidades de determinados parámetros (como, por ejemplo, las probabilidades de incumplimiento), se recomienda que en su cálculo se adopte un enfoque a lo largo del ciclo económico<sup>5</sup>. En cuanto a la cartera de negociación, se considera que el ca-

---

5. Véase R. Repullo, J. Saurina y C. Trucharte, «Mitigating the Procyclicality of Basel II», en el libro electrónico del CEPR para el G 20 *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key issues for G 20*.

pital ha sido totalmente insuficiente, al tiempo que los modelos de Valor en Riesgo (VaR, por sus siglas en inglés) tienen un componente claramente procíclico.

Desde el punto de vista contable, las dificultades han aparecido asociadas a la valoración de los productos financieros en función de su cotización en los mercados (*mark-to-market*). Y ello por dos motivos: porque las valoraciones no deben estar tan pegadas a la evolución de los mercados financieros, sino que se deben hacer en función del valor económico de largo plazo, y, en segundo lugar, porque, cuando los instrumentos financieros ya no pueden ser valorados usando como referencia los precios de mercado (porque los mercados, en circunstancias extremas, desaparecen, por ejemplo), ha de recurrirse al uso de modelos de valoración internos, que, en su caso, deberían ser transparentes y analizados no solo por los auditores, sino también por los supervisores. En cualquier caso, se recomienda que el IASB proponga metodologías de valoración comunes, que los estándares no perjudiquen a un modelo de negocio frente a otro contribuyendo a una mayor prociclicidad, y que el IASB, para tener en cuenta estas consideraciones, mantenga una actitud más abierta hacia reguladores, supervisores e industria.

Una recomendación adicional para reducir la prociclicidad tiene que ver con la conveniencia de las provisiones dinámicas, de tal modo que ello contribuya a reconocer la acumulación de los riesgos en los momentos buenos del ciclo, construyendo reservas durante esos momentos, que, bajo determinadas circunstancias, puedan ser utilizadas cuando el ciclo se torna adverso. En sus recomendaciones, el Informe considera que se puede usar un mecanismo análogo al que desde 2000 implementó el Banco de España, o que una metodología de este tipo se podría aplicar actuando directamente sobre los requerimientos de capital.

### 2.3 ELIMINAR LAS LAGUNAS EN EL ÁMBITO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA

La crisis financiera actual ha puesto de manifiesto cómo los riesgos se han distribuido, de un modo poco transparente, a lo largo de todo el sistema financiero, acabando en ocasiones concentrados en entidades que no estaban sujetas de ninguna forma, o lo estaban de un modo muy débil, a un mecanismo de regulación prudencial.

Por este motivo, la recomendación que establece el Informe es la de extender la regulación, de un modo proporcionado, a todas las entidades financieras que, aun no teniendo una relación directa con el público en general, sí comportan riesgos sistémicos.

Se recomienda también mejorar la transparencia en todos los mercados, de tal modo que las normas al respecto sean homogéneas a nivel internacional, e incluyan requerimientos de registro y de aportar información para los *hedge funds* (en particular respecto a sus estrategias, métodos y nivel de apalancamiento).

### 2.4 MEDIDAS QUE AFECTAN A OTROS PARTICIPANTES Y MERCADOS FINANCIEROS

Las medidas anteriores, con la excepción de las relativas a las instituciones que forman parte de lo que se ha venido en denominar «el sistema bancario paralelo», están básicamente destinadas a las entidades de crédito. No obstante, el Informe también plantea que han de establecerse mejoras en relación con otras instituciones financieras, y en particular en los ámbitos de seguros, fondos de inversión y mercados de derivados.

En relación con la regulación aplicable a las compañías de seguros se recomienda la adopción de la Directiva de Solvencia 2, de algún modo similar a lo que Basilea II supone para las entidades de crédito, al tiempo que la armonización en la UE de un sistema de garantía de seguros.

Con respecto a los fondos de inversión, se considera necesario llegar a una normativa común en la UE, en particular en lo relativo a las definiciones y codificaciones de activos, al tiempo



que a las normas para la delegación en la gestión. Asimismo, se recomienda una mayor supervisión y vigilancia sobre depositarios y custodios.

La crisis también ha mostrado que los mercados de derivados precisan de algunas reformas en cuanto a su funcionamiento, en particular para limitar el riesgo de contraparte. Para ello se recomienda la simplificación, estandarización y transparencia de los derivados negociados en mercados no organizados (OTC). Asimismo, para los derivados de crédito (CDS) se recomienda la creación de una contrapartida central de liquidación, bien capitalizada y supervisada por las autoridades públicas de la UE.

## 2.5 MEJORAS EN EL ÁMBITO DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Las reformas regulatorias que se plantean en el Informe no tendrían el efecto deseado si no se modifican fallos graves en los sistemas de gobierno corporativo. En particular, los incentivos establecidos han actuado de tal modo que los gestores de las entidades se fijan en exceso en el corto plazo, no tomando en consideración suficientemente los intereses de largo plazo de las diferentes partes interesadas en la entidad. El Informe propone reformas en dos ámbitos concretos, el de las remuneraciones y el de la gestión interna de los riesgos.

Las remuneraciones que se pagan a los altos directivos de las entidades tienen dos dimensiones: su nivel y su estructura. El Informe se centra en lo segundo, en la medida en que las estructuras vigentes en numerosas empresas en la actualidad han favorecido una visión de muy corto plazo que implica una excesiva asunción de riesgos. Por ello, las remuneraciones deben modificarse para crear los incentivos correctos; por ejemplo, vinculando la parte variable a los objetivos no del año en curso, sino a lo largo de un determinado período de tiempo, al tiempo que no garantizando de antemano el pago de la parte variable de las remuneraciones.

La gestión interna de los riesgos ha de ser reforzada y mejorada, al menos en dos ámbitos. Primero, ha de ser reforzada nominando como responsable de esta función a una persona de elevado nivel en el ámbito jerárquico de la compañía, que tenga acceso directo al consejo. Segundo, es una función que ha de ser mejorada haciéndola independiente y responsable de ejercicios de estrés test, al tiempo que reduciendo su confianza (en realidad, dejación de responsabilidad) en las calificaciones que establecen las agencias de *rating*.

## 2.6 FALTA DE COHERENCIA EN EL MARCO REGULATORIO EUROPEO

En Europa persiste una notable falta de coherencia en la regulación financiera, situación que contrasta con unos mercados financieros más integrados y en los que operan entidades que desarrollan sus actividades en diferentes países de la UE, en ocasiones con un peso relativo sobre su actividad total muy notable. La armonización en el ámbito normativo permitiría reducir las distorsiones competitivas y el arbitraje regulatorio, y facilitar la gestión de crisis.

El motivo principal para la falta de coherencia en la regulación financiera es la diversidad existente en la transposición nacional de las directivas aprobadas a nivel de la UE, y ello porque en dichas directivas se incluye un elevado grado de discrecionalidad nacional. Es decir, la opcionalidad que se incluye en muchas de ellas, permitiendo diferentes aproximaciones a un mismo elemento que se busca regular, genera que la misma directiva se convierta en regulaciones nacionales fragmentadas, que difícilmente pueden ser aplicadas de modo coherente entre países.

El Informe plantea una solución para esta cuestión desde un doble ámbito: global y dentro de la UE.

Así, desde una perspectiva global, se recomienda que la UE adopte una posición única en su interlocución con los diferentes foros internacionales. En la UE se recomienda, primero, que

### **3 Cambios propuestos en materia de gestión y resolución de crisis**

los Estados miembros y el Parlamento Europeo eviten la aprobación de directivas que den lugar a diferentes transposiciones nacionales. Y segundo, que los Comités de nivel 3, junto con la Comisión Europea, identifiquen las diferencias nacionales existentes en la actualidad y eliminen aquellas que dificultan la integración del mercado único, que facilitan el arbitraje regulatorio o la igualdad competitiva. No obstante, se mantiene la recomendación de que, con objeto de reforzar la estabilidad financiera, los Estados miembros puedan endurecer los requisitos mínimos comunes que establezcan las directivas aprobadas al nivel de la UE.

Los cambios propuestos por el Informe Larosière no se limitan a aquellos más directamente vinculados con la prevención de crisis, sino que también recomienda modificaciones en el ámbito del marco relativo a su gestión y resolución. El argumento que subyace a este planteamiento es que, aun cuando estén en vigor todos los mecanismos reguladores y supervisores de carácter preventivo que se puedan considerar, no es realista pensar que no se producirán crisis financieras de algún tipo, por lo que es preciso disponer de las herramientas adecuadas para su resolución del modo menos costoso posible para el conjunto de la economía.

Como cuestiones generales, el Informe plantea la necesidad de un marco para la gestión de crisis coherente y transparente, que desarrolle detalladamente los planes de actuación que llevarían a cabo las autoridades públicas en su caso, esto es, en aquellas circunstancias en las que la estabilidad del sistema financiero pudiera verse amenazada. No obstante, se considera necesario un cierto grado de ambigüedad (ambigüedad constructiva) en su aplicación para evitar situaciones de riesgo moral. Es decir, debe existir incertidumbre respecto a su aplicación futura sobre entidades concretas que potencialmente afronten problemas.

Dentro de estas recomendaciones generales también se incide en la preferencia de soluciones de tipo privado frente a las públicas, si bien debe haber un compromiso de las autoridades para aquellos casos en los que las primeras resulten insuficientes. La solución de problemas que afecten a entidades de carácter nacional debe mantenerse en ese ámbito, mientras que, si las dificultades afectan a otras que operan significativamente en varios países de la UE, la situación se torna más compleja. Ahora bien, un marco de gestión y resolución de crisis fragmentado entre países de la UE, como lo es el actual, supone una desventaja competitiva y una limitación para el buen funcionamiento del mercado único. En este sentido, el Informe plantea recomendaciones concretas en dos ámbitos: los sistemas de garantía de depósitos y la asunción compartida de las cargas derivadas de las medidas que, en su caso, hubiera que adoptar.

En relación con los sistemas de garantía de depósitos, básicamente se establecen cuatro líneas de actuación. En primer lugar, se considera que las directivas al respecto deben basarse en el establecimiento de cuantías únicas cubiertas. El sistema actual de cuantías mínimas plantea problemas en momentos de dificultades, ya que los depositantes de un país con menores coberturas cuyas entidades estén sometidas a dificultades podrían desviar sus depósitos hacia las de otro país, agravando la situación, y, en segundo término, porque los depositantes de un mismo país disfrutarían de diferentes niveles de cobertura en función del país de origen de la entidad en la que tienen sus depósitos.

El segundo ámbito que hay que considerar respecto a los sistemas de garantía de depósitos es que estos han de estar financiados ex ante, de tal modo que se reduzca la prociclicidad del sistema, al tiempo que se refuerce la confianza de los depositantes. Esto no implica, sin embargo, que no haya un claro compromiso de las autoridades para suplementar los importes previamente constituidos en el fondo en el caso de que fueran insuficientes para hacer frente a los compromisos resultantes de una situación de crisis.

En tercer lugar, se considera que el funcionamiento del fondo (como mecanismo de pago a los depositantes en caso de problemas o como herramienta que tenga asignadas también funciones de resolución de crisis) ha de mantenerse como una cuestión que debe decidir cada país, mientras que, y esta es la cuarta recomendación, en determinados casos los supervisores de acogida deben poder disponer de más capacidad de decisión sobre las entidades que operan en ellos. En concreto, cuando la expansión se hace de forma intensiva vía sucursales, aunque la garantía está en manos del país de origen, de facto recae sobre el supervisor de acogida. Por este motivo, este último debería contar con alguna herramienta que le permitiera gestionar situaciones de expansión de sucursales en el área geográfica de la que es responsable si considerase que el sistema de garantía de depósitos del país de origen fuera insuficiente. Una posibilidad que propone el Informe es que el supervisor de acogida dispusiera de mecanismos para evitar una expansión de este tipo vía sucursales.

Con respecto al segundo ámbito de las reformas planteadas, esto es, el reparto de las cargas asociadas a la resolución y gestión de crisis, el Informe considera que es preciso definir ex ante criterios más detallados que los actuales, ya que la ausencia de estos dificulta la resolución de los problemas, aunque no llega a hacer propuestas concretas en esta área.

#### **4 Cambios propuestos en materia de supervisión**

El Informe Larosière distingue dos ámbitos de actuación en la supervisión financiera: el microprudencial y el macroprudencial. El primero de ellos tiene por objetivo supervisar y evitar la concreción de problemas en entidades concretas, protegiendo a los clientes de cada institución. Si bien este ámbito de la supervisión trata de evitar el riesgo de contagio, y los efectos perversos derivados de una situación de este tipo, el énfasis se pone en las particularidades de cada entidad concreta, en muchas ocasiones sin considerar suficientemente el ámbito global en el que opera. Por su parte, el enfoque macroprudencial trataría de analizar el sistema en su conjunto, evitando que se materializaran los riesgos de carácter global a los que el conjunto de las entidades están expuestas (riesgos o exposiciones comunes, si se prefiere). Pensando en un modelo de análisis de riesgo factorial, el análisis macroprudencial se centraría en los factores comunes de riesgo, mientras que el microprudencial lo haría, aunque no solo, en los específicos relativos a cada entidad que participa en el sistema.

Ambos enfoques supervisores han de actuar conjuntamente, complementándose el uno con el otro. El Informe enfatiza que la supervisión macroprudencial no será relevante si no tiene capacidad para incidir en la supervisión a nivel micro, o, dicho de otro modo, si la detección de riesgos de carácter global que se juzguen relevantes por su impacto potencial no se traslada a medidas y actuaciones concretas. Por su parte, la supervisión microprudencial también precisa de la macroprudencial, ya que, si funciona de modo aislado y sin considerar los desarrollos globales, será menos efectiva de cara a proteger la estabilidad financiera. Dicho de un modo sencillo, para que el marco supervisor pueda funcionar de un modo eficaz es preciso profundizar en la complementariedad de los análisis macro y microprudenciales.

El mercado financiero en la Unión Europea se caracteriza por su creciente integración<sup>6</sup>, al tiempo que por la existencia de entidades, las de mayor tamaño, que operan en diferentes ámbitos geográficos de carácter supranacional. Asimismo, también la interrelación entre los diferentes segmentos del mercado financiero (por ejemplo, entre bancos, compañías de seguros y mercados de valores) ha sido creciente, y se ha demostrado muy elevada. Por estas razones, se considera que el análisis macroprudencial, en tanto en cuanto se preocupa de esos riesgos comunes o globales, ha de tener una dimensión acorde con esta realidad, tanto

6. Para una evaluación de la integración del sistema bancario en la UE, véase D. Pérez, V. Salas y J. Saurina (2005), «Banking Integration», *Moneda y Crédito*, n.º 220.

en el ámbito espacial desde el que se analiza (europeo) como en el relativo a los sectores financieros que se consideran (el conjunto de ellos).

Sin embargo, el grupo Larosière considera que la crisis actual ha mostrado cómo la supervisión macroprudencial ha sido limitada, y el marco supervisor ha puesto el énfasis en el seguimiento y evaluación de los riesgos de cada entidad en concreto, teniendo en poca consideración los riesgos comunes o de carácter global. Asimismo, se precisa que el enfoque adoptado no se centre solo en el ámbito bancario, sino que considere todos los sectores en su conjunto. Los mecanismos de alerta temprana no han funcionado adecuadamente: o no se identificaron los riesgos apropiadamente, o, cuando los riesgos fueron identificados, no se trasladaron a actuaciones concretas.

Por otra parte, se detecta una fragmentación del marco supervisor, que se manifiesta en la falta de cooperación y discusión abierta en las fases iniciales, entre supervisores de los diferentes países, sobre las dificultades de las entidades financieras bajo su supervisión. El flujo de información, especialmente en el período de acumulación de los riesgos, previo a la crisis, no fue el óptimo. En este sentido, se considera que el marco actual descansa en exceso en el juicio y la valoración del supervisor del país de origen de cada entidad, lo que añade riesgos adicionales en los países en los que han entrado de manera muy intensiva sucursales de bancos de otras áreas de la UE. Asimismo, los poderes sancionadores y supervisores varían significativamente entre los Estados miembros, lo que refleja la importancia de que los supervisores dispongan de los poderes suficientes (y coherentes en la UE) para el desarrollo efectivo de sus tareas. Se ha observado que algunas autoridades nacionales han fallado en el cumplimiento de sus obligaciones supervisoras, poniendo de manifiesto la importancia de contar con una supervisión de calidad basada en personal cualificado y con suficiente experiencia.

En relación con lo anterior, los Comités de nivel 3, encargados, entre otras cuestiones, de armonizar las prácticas supervisoras en la UE, no han contado ni con los recursos suficientes para desarrollar esta tarea, máxime considerando la carga de trabajo que afrontaban, ni con las capacidades legales que les permitieran tomar decisiones para gestionar la crisis cuando esta se ha manifestado.

Por lo tanto, el Informe Larosière propone una reforma en profundidad del marco supervisor en la UE, reforma que gira en torno a dos elementos básicos: el primero, y quizá más novedoso en sí mismo, supondría crear una nueva estructura que mejore la supervisión macroprudencial en el ámbito de la UE. El segundo, por su parte, implicaría fortalecer la supervisión microprudencial, partiendo de las estructuras ya establecidas, si bien reformándolas sustancialmente.

#### 4.1 LA REFORMA DE LA SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

El Informe considera que la supervisión macroprudencial debería desarrollarse de forma global para el conjunto de la UE, ya que desde esta perspectiva se pueden analizar más eficazmente los riesgos macrofinancieros. Se considera que, en la UE, el Banco Central Europeo (BCE) está en una posición particularmente adecuada para desarrollar este tipo de análisis: identificar todos esos riesgos de carácter general que los supervisores nacionales deberían tomar en consideración en el desarrollo de sus actividades.

Se señalan dos condiciones para que una función macroprudencial de este tipo pudiera ser efectiva: que fuera obligatoria la transmisión de la información relevante desde los supervisores nacionales al BCE, y que se estableciera un sistema de detección temprana de riesgos, de tal modo que, cuando estos fueran detectados, hubiese una traslación a acciones supervisoras concretas.

¿Cómo habría de organizarse un mecanismo de supervisión macroprudencial de este tipo? El Informe propone la creación de un órgano de alto nivel, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRC, por sus siglas en inglés), que estaría formado por el presidente del BCE, que, a su vez, lo presidiría, el vicepresidente del BCE, los gobernadores de los 27 bancos centrales de la UE, los presidentes de los comités de supervisores de nivel 3 (CEBS, CEIOPS y CESR) y un representante de la Comisión Europea. El BCE, a través de un Secretariado creado para este fin, daría apoyo logístico a este Consejo. Asimismo, si la cuestión para tratar así lo requiriese, deberían ser invitados otros supervisores de los ámbitos de seguros, valores y banca, en este último caso para aquellos países en los que la supervisión bancaria queda fuera del banco central. El correcto funcionamiento de una propuesta de este tipo exige el diseño de mecanismos de coordinación y un marco de relación adecuado, que, entre otras cuestiones, requiere un flujo de información adecuado entre el ESRC y los comités y supervisores microprudenciales.

La misión del ESRC sería, por lo tanto, aglutinar la información relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera, y analizarla desde una perspectiva macroeconómica para así derivar las consecuencias macroprudenciales pertinentes para los diferentes ámbitos del sector financiero.

El resultado principal de este análisis debería ser la identificación de riesgos de carácter macroprudencial, motivando la acción de las autoridades pertinentes de la UE cuando así lo exigieran las circunstancias. Así, la detección de un elemento de riesgo relevante debería ser comunicada a los bancos centrales y/o supervisores nacionales, de los que se espera adopten las medidas necesarias para hacer frente a los riesgos detectados por el ESRC. Este último organismo debe evaluar cómo se están tomando en consideración sus señales de alerta, y, en caso necesario, poner en conocimiento del presidente del EFC (Comité Económico y Financiero del que son miembros los ministerios de finanzas y bancos centrales de la UE) que dicha respuesta por parte de las autoridades nacionales no es la adecuada y que se deberían adoptar otras acciones.

Cuando los riesgos detectados tienen una naturaleza global, es el propio ESRC el que debe avisar a los organismos supervisores internacionales, para definir las respuestas adecuadas tanto al nivel de la UE como de la comunidad internacional (FMI, BIS, etc.).

En cualquier caso, cuando el ESRC detecte anticipadamente un elemento de riesgo sobre el que se considera que puede impactar negativamente en el sector financiero o en el conjunto de la economía, debe informar al presidente del EFC, para que, junto con la Comisión Europea, decidan las acciones pertinentes que hay que adoptar, así como para que se establezca un proceso detallado para evaluar la efectividad de las acciones supervisoras y regulatorias al respecto.

#### 4.2 LA REFORMA DE LA SUPERVISIÓN MICROPRUDENCIAL

Como ya se ha mencionado, el segundo ámbito de reforma que plantea el Informe Larosière es el de la supervisión microprudencial, ya que considera que la actual estructura, asentada en los comités de nivel 3, no resulta suficiente. No obstante, el Informe descarta atribuir tareas de supervisión microprudencial al BCE, como se ha planteado en debates recientes sobre esta cuestión, y en su enfoque aboga por reforzar el papel de estos comités.

La propuesta se basa en la creación de una red integrada de supervisores, lo que el Informe denomina el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS, por sus siglas en inglés), que se asienta en los comités de nivel 3 convertidos en autoridades, al tiempo que en los supervisores nacionales.

Así, los supervisores nacionales son los que están en una posición de cercanía con las entidades que supervisan que les confiere ventaja para seguir desarrollando la supervisión microprudencial, y en particular las tareas del día a día que son parte imprescindible de sus funciones. Por este motivo, la reforma no supone una merma en las responsabilidades que ya asumen en la actualidad.

Por su parte, el ESFS, a través de los comités de nivel 3 convertidos en autoridades, debería realizar una serie de funciones específicas cuyo desarrollo sería más eficiente si se realiza a nivel europeo. Por una parte, y aunque el supervisor de origen sea el primer punto de contacto con la entidad, debería coordinar la aplicación de estándares supervisores comunes de alto nivel, garantizar una estrecha cooperación entre supervisores y asegurar que los intereses de los supervisores del país que acoge la entidad son tenidos en consideración adecuadamente.

Asimismo, y en relación con entidades transfronterizas, el ESFS debería descansar principalmente en los colegios de supervisores que introduce la Directiva de Capital, y dichos colegios deberían reforzarse, incluyendo, por ejemplo, en su secretariado a miembros de las autoridades supervisoras europeas, y como observadores, a personal del BCE (cuando sea relevante).

En lo relativo a la organización del ESFS, las autoridades supervisoras deberían ser independientes, tener mandatos claros, y suficientes recursos y capacidad legal para cumplirlos. Al mismo tiempo, para asegurar su legitimidad, y como contrapeso de dicha independencia, deberían ser responsables en sus actuaciones ante las instituciones europeas y los gobiernos nacionales.

En resumen, el Informe Larosière plantea una reforma del marco supervisor que diferencia dos ámbitos de actuación: el primero, el macroprudencial, en el que básicamente recomienda la creación de una estructura ex novo. El segundo, el microprudencial, para el que, reconociendo la autoridad de los supervisores nacionales, establece recomendaciones en el ámbito de la UE que, basándose en las estructuras ya existentes, refuercen significativamente la cooperación, estandarización e intercambio de información entre supervisores.

#### 4.3 ETAPAS SUGERIDAS PARA EL PROCESO DE CAMBIO

El Informe, reconociendo las dificultades operativas y políticas de un proceso de esta magnitud, propone un período de actuación en dos etapas para implementar los cambios antes referidos.

La primera etapa, para la que el Informe establece las fechas objetivo de 2009 a 2010, se podría definir como una etapa de preparación. En ella, los ámbitos de actuación serían varios:

- i) Preparar la transformación de los comités de nivel 3 en tres autoridades europeas: una para banca, otra para seguros y otra para valores. Para ello, la Comisión, el Consejo y el Parlamento europeos deberían aprobar las modificaciones legislativas necesarias para que la transformación de estos comités en autoridades sea una realidad al principio de la segunda fase.
- ii) Mejorar la calidad de la supervisión: Se debería fortalecer a los supervisores nacionales, tarea que iría desde la armonización de sus competencias en la UE, hasta favorecer el intercambio de personal con las instituciones privadas y con otros supervisores o mejorar la capacitación de sus plantillas. La Comisión Europea debería examinar el grado de independencia de los supervisores nacio-

nales y establecer recomendaciones para fortalecerla. Los comités de nivel 3 tendrían que preparar el marco legal necesario para que las recomendaciones que emanaran del ESRC se transformaran en acciones de carácter supervisor y regulador.

- iii) Conseguir mayor armonización en el marco normativo: El marco normativo de la UE también habría de modificarse, de tal modo que los comités de nivel 3 identificarán las diferencias existentes en cada Estado miembro y propondrían cambios/desarrollos a la Comisión Europea, lo que no quiere decir que se haya de diseñar un sistema que implique exactamente las mismas normas concretas para todos. En cualquier caso, también debería avanzarse hacia la armonización del régimen sancionador, haciéndolo más coherente en la UE.
- iv) Fortalecer los comités de nivel 3: Esto implica su reforzamiento en términos de recursos, el desarrollo de sus sistemas de revisión por pares, la redefinición de su trabajo y de sus prioridades de cara a que sean más activos en la identificación de problemas y propuesta de soluciones, la implementación del sistema de votación por mayoría cualificada y un mayor nivel de cooperación entre ellos.
- v) Expandir el uso de colegios supervisores: A finales de 2009 todas las entidades transfronterizas deberían disponer de un colegio de supervisores y de normas detalladas sobre su funcionamiento.
- vi) Por último, la Comisión Europea debería proponer, lo antes posible, los cambios legislativos necesarios en el ámbito de la gestión y resolución de crisis.

La segunda etapa que define el Informe sería la implementación propiamente dicha de un sistema de supervisión financiera en el ámbito de la UE, esto es, de lo que se ha denominado ESFS.

En esta segunda fase, para la que se propone como calendario de adecuación los años 2011 y 2012, los supervisores nacionales mantendrían su responsabilidad sobre las instituciones nacionales, y las transfronterizas seguirían supervisadas por los supervisores de origen y de los países de acogida. Ahora bien, en caso de existir desacuerdos entre estos, decidirá la autoridad supervisora europea relevante. Asimismo, dichas autoridades, además de asumir las competencias actuales de los niveles 3, desarrollarían otras tareas específicas:

- i) Serían clave en la interpretación técnica de nivel 3 de las medidas de nivel 1 y 2, así como en la generación de estándares de aplicación común, de tal manera que, una vez que una autoridad haya adoptado una decisión sobre una interpretación determinada (mediante orientaciones, recomendaciones, etc.), dicha interpretación tendría validez legal en toda la UE.
- ii) Definirían las prácticas de funcionamiento de los colegios de supervisores, al tiempo que valorarían y evaluarían a los supervisores nacionales a través de un sistema reforzado de revisión por pares, disponiendo de capacidad para exigir a estos últimos que se adecuen a los estándares establecidos, pudiendo llegar a asumir, en casos excepcionales, cuando la estabilidad financiera esté gravemente en peligro, las tareas de los supervisores nacionales.

- iii) Agregarían la información relevante de los diferentes supervisores en relación con las entidades transfronterizas, al tiempo que su personal podría participar en las tareas de supervisión in situ. En el desarrollo de estas tareas, tendrían además encomendada la misión de asegurar que el proceso supervisor no desemboca en distorsiones competitivas, pudiendo recurrir las entidades supervisadas directamente a las autoridades sin considerar que, en este terreno, se les está discriminando como consecuencia de la acción supervisora.
- iv) Tendrían un papel de mediadores en relación con los desacuerdos que pudieran surgir entre los supervisores de origen y de acogida en relación con las entidades transfronterizas, de tal modo que sus resoluciones fueran de obligado cumplimiento.
- v) Supervisarían y serían responsables de la autorización de algunas instituciones europeas específicas, como, por ejemplo, las agencias de calificación.
- vi) Cooperarían e intercambiarían información con el ESRC, es decir, la autoridad en materia de supervisión macroprudencial, al tiempo que deberían ejercer un papel de coordinación entre las diferentes autoridades competentes en tiempos de crisis.
- vii) Finalmente, representarían a la UE en relación con terceros países, en sus relaciones bilaterales, así como con los organismos multilaterales pertinentes.

Cada autoridad tendría un consejo, compuesto por los representantes de más alto nivel de las autoridades nacionales, que tomaría sus decisiones por mayoría cualificada. Los consejos elegirían los presidentes y directores generales, que serían profesionales independientes contratados a tiempo completo. Los mandatos de los presidentes serían de ocho años, y los nombramientos serían confirmados por las instituciones europeas.

Las autoridades tendrían sus propios presupuestos, y podrían ser financiados por el sector financiero y/o el sector público, incluyendo el presupuesto comunitario.

Las autoridades tendrían que rendir cuentas a las instituciones europeas, aunque estas no deberían interferir en sus procesos y decisiones, y se debería asegurar que las autoridades tienen el mayor grado de independencia frente a estas.

El esquema 1 refleja, sintéticamente, el marco que propone el grupo Larosière en su informe.

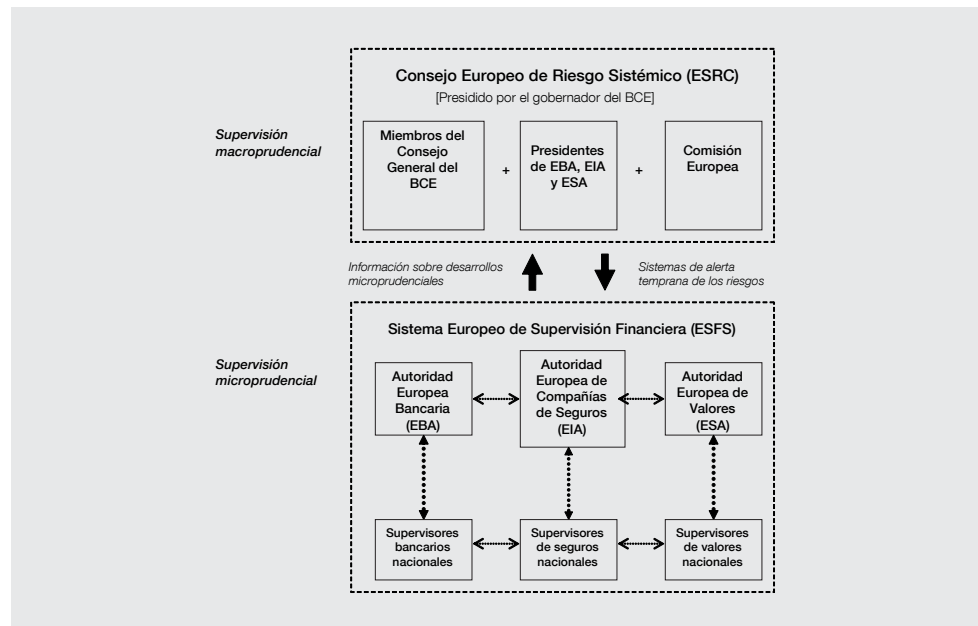
## **5 Consideraciones en el ámbito global**

Hasta ahora se han ido mencionando los cambios propuestos por el Informe Larosière en materia de regulación y supervisión financiera fundamentalmente desde el punto de vista de la UE. Sin embargo, dada la génesis de la crisis financiera actual, así como su posterior desarrollo, fomentar la estabilidad financiera tiene, inevitablemente, una dimensión global. De hecho, algunas de las medidas que propone el Informe serían menos efectivas si su ámbito de aplicación se limitase al de la UE.

Las áreas en las que el Informe hace especial hincapié son las siguientes:

- i) Necesidad de adoptar una visión integrada y global, lo que incluye solventar la fragmentación que se deriva de la existencia de multitud de foros internacionales dedicados a cuestiones de regulación y supervisión prudencial.





FUENTE: Informe Larosière.

- ii) Buscar la coherencia en la regulación más allá del ámbito de la UE, tanto promoviendo la acción bilateral como desarrollando el mandato establecido por el G 20 para los responsables de las normas regulatorias a nivel internacional. En este sentido, el Foro de Estabilidad Financiera (FSF), ahora convertido en Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), está en la mejor posición para coordinar esta tarea.
- iii) Fortalecer la cooperación entre los supervisores de las entidades de mayor tamaño que operan a nivel internacional, teniendo especial cuidado con los conglomerados financieros, por las complejidades adicionales que se derivan de su actividad.
- iv) Mejorar la vigilancia a nivel macro, desarrollando un sistema de indicadores de riesgo tempranos a nivel internacional, capaz de identificar vulnerabilidades sistémicas. Para ello, el FMI debe jugar un papel relevante.
- v) Tratar de incorporar a los mejores estándares las áreas geográficas menos dispuestas a la cooperación, al tiempo que exigir más capital a las entidades que operen en zonas peor reguladas y/o supervisadas. El FSF y el FMI deberían valorar la situación al respecto de los diferentes centros financieros.

## 6 Situación actual

En su informe, el grupo Larosière reconocía que quedaba mucho trabajo por hacer para convertir sus recomendaciones en actuaciones y resultados concretos.

Tras su publicación, se ha abierto un intenso debate entre las partes afectadas, centrado, principalmente, en las recomendaciones sobre la organización de supervisión en la UE. Esto se debe, en parte, a que la mayoría de las recomendaciones sobre regulación, así como aquellas otras que tienen un carácter más global, ya estaban en marcha y se están discutiendo en el contexto de los trabajos del G 20 y de otros foros internacionales.

La Comisión Europea publicó una comunicación el 4 de marzo («Driving European Recovery») para el Consejo Europeo de primavera, donde informó de que iba a proponer un paquete ambicioso de reformas para hacer frente a los retos planteados por la crisis financiera con cinco objetivos<sup>7</sup>. El primero de esos cinco objetivos es el que se refiere a los cambios en la estructura de la supervisión en Europa, y propone dotar a la UE de un marco supervisor al más alto nivel.

En este sentido, la Comisión apoya la creación de un organismo europeo bajo el auspicio del BCE en el que participen la Comisión y los comités europeos de supervisores para recopilar y valorar la información sobre todos los riesgos que afectan al conjunto del sistema y sobre aquellos otros riesgos de carácter más sectorial. Este grupo estará bien situado para identificar riesgos sistémicos a nivel europeo y emitir alertas, para lo que será esencial que exista un seguimiento obligatorio, herramientas de control y la posibilidad de remitir temas a los organismos encargados de los mecanismos de alerta temprana a nivel global.

La Comisión también está de acuerdo con el Informe Larosière en que la estructura de comités existente —cuyo papel ha alcanzado su límite máximo— no es suficiente para asegurar la estabilidad financiera en la UE y sus Estados miembros, y en que las ineficiencias de la estructura actual necesitan resolverse lo más rápidamente posible. Asimismo, la Comisión apoya la creación de un sistema que combine determinadas responsabilidades centralizadas a nivel europeo con el mantenimiento de un claro papel para los supervisores nacionales, quienes están más cerca de las operaciones diarias de las entidades.

Así pues, la Comisión apoya la transformación de los actuales comités de nivel 3 en autoridades a las que se asigne: (1) la vigilancia y poderes de decisión (*ultimate decision making powers*) de los colegios supervisores; (2) asegurar buenas prácticas mediante la adopción de estándares comunes de alta calidad y su aplicación coherente; (3) la interpretación de requerimientos para las actividades supervisoras, y (4) un papel clave en los mecanismos de alerta temprana y gestión de crisis trabajando junto al organismo encargado de la supervisión macro.

La Comisión considera que se debe actuar urgentemente y propondrá acelerar la implementación de las recomendaciones del grupo Larosière, combinando las dos fases propuestas en el Informe. Cree que se puede avanzar más rápidamente en la mejora de la calidad y coherencia de la supervisión en Europa y en la transformación de los comités de nivel 3 existentes en autoridades dentro de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Asimismo, señala que la posibilidad de crear una o más autoridades debería analizarse con el objetivo de asegurar la máxima coherencia supervisora y mejorar la coherencia e interacción entre expertos supervisores de banca, seguros y mercados.

El 10 de marzo, la Comisión Europea emitió una consulta pública, que finalizó el 10 de abril, sobre la supervisión futura de los mercados financieros, que tuvo como base el Informe Larosière y la comunicación de la Comisión del día 4 («Driving European Recovery»).

A partir de las recomendaciones del grupo Larosière y teniendo en consideración el resultado de la consulta pública, la Comisión anunció su intención de presentar, antes de finales de mayo de 2009, un documento («A European supervision package») para someterlo a

---

7. Proveer a la UE de un marco supervisor al más alto nivel; cubrir las lagunas de la regulación a nivel nacional y europeo; reforzar la protección del consumidor y de las pequeñas empresas; mejorar la gestión de riesgos de las entidades financieras y alinear el pago de incentivos con la obtención de resultados más sostenibles en el medio-largo plazo, y asegurar un sistema de sanciones más eficaz.

decisión en el Consejo Europeo de junio. Los cambios legislativos necesarios para poner en marcha estas propuestas comenzarán en otoño y serán adoptados a finales de año, con el objetivo de que los nuevos acuerdos supervisores puedan empezar a funcionar en 2010.

Por otra parte, la Comisión publicará otro documento («A White paper on early intervention») en junio de 2009, en respuesta a la necesidad creciente, dado el elevado nivel de integración europeo, de acuerdos sobre sistemas de gestión y resolución de crisis transfronterizas que sean más eficientes y que generen confianza entre los Estados miembros.

En paralelo a los trabajos impulsados por la Comisión, los Estados miembros siguen discutiendo el Informe Larosière y sus recomendaciones en numerosos foros y reuniones de alto nivel, entre las que cabe destacar la reunión del ECOFIN informal que tuvo lugar en Praga a principios de abril.

A raíz de dicha discusión, la presidencia checa publicó una nota de prensa en la que se recoge el acuerdo alcanzado sobre la necesidad de reformar la organización de la supervisión a nivel europeo, fomentar la confianza entre supervisores y evitar futuras crisis. Esta reforma se debería centrar tanto en mejorar la calidad e intensidad de la supervisión como en la manera en la que esta se estructura institucionalmente en la UE.

Los ministros y gobernadores señalaron que la supervisión se había centrado demasiado en la supervisión de instituciones individuales, dejando de lado los riesgos sistémicos, y que, por tanto, era necesario crear un sistema de alerta temprana de riesgos y reforzar la supervisión macro a nivel europeo. Apoyaron la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico propuesto en el Informe Larosière, en el que los bancos centrales nacionales jueguen un papel importante, trabajando en estrecha colaboración con las autoridades supervisoras nacionales. La información debería fluir entre supervisores nacionales y el Consejo, y se tienen que establecer los mecanismos necesarios que aseguren que los riesgos detectados se trasladan a acciones adecuadas.

En relación con la parte micro, reafirmaron la necesidad de armonizar el marco supervisor, acercando los poderes de los supervisores y reforzando su independencia, al mismo tiempo que asegurando la convergencia normativa entre los países miembros. Se acordó fortalecer y transformar los comités de nivel 3 en organismos nuevos con un marco legal específico. No obstante, los detalles requieren más discusión, por lo que se ha pedido al Comité Económico y Financiero y al Comité de Servicios Financieros que continúen debatiendo las propuestas y traten de alcanzar un compromiso común para su discusión en junio en el ECOFIN y en el Consejo Europeo.

Por lo tanto, el Informe Larosière está teniendo una notable repercusión y constituirá la base de la futura estructura de la supervisión en Europa. No obstante, quedan muchos puntos abiertos, donde, o no hay acuerdo en la propuesta, o persisten desacuerdos en lo relativo a los detalles, por lo que será imprescindible continuar los debates y las negociaciones para alcanzar un consenso que sea aceptado por todas las partes implicadas.

## **7 Valoración y conclusiones**

El grupo Larosière ha trabajado intensamente durante un período de tiempo muy breve. El resultado ha sido un informe bastante completo, en el que se trasladan buena parte de las lecciones aprendidas de la crisis que actualmente atraviesa el sistema financiero internacional a un conjunto de propuestas de carácter general con la intención de mejorar el marco regulatorio y supervisor de la UE. No obstante, a partir de aquí queda mucho trabajo por hacer para

ponerse de acuerdo y concretar los numerosos detalles que inevitablemente surgen de las propuestas más o menos generales del Informe.

Como se ha dicho, el Informe tiene la virtud de trasladar las lecciones de la crisis a propuestas para la reforma del marco regulador y supervisor en la UE. Ahora bien, reconociendo lo anterior, no se puede culpar al sistema actual de supervisión vigente en la UE de la crisis actual. Esto no quiere decir, sin embargo, que no existan cuestiones manifiestamente mejorables, al tiempo que es preciso reconocer que, además de los posibles fallos de coordinación, son importantes los fallos en los sistemas nacionales de diferentes países (los efectos de la crisis los están poniendo claramente de manifiesto). Por lo tanto, y teniendo en cuenta los matices anteriores, este es el momento oportuno para dar un impulso que mejore el sistema hasta ahora vigente en la UE. Asimismo, los países en los que los efectos de la crisis han mostrado fallos relevantes en su sistema de regulación y supervisión habrán de reflexionar en profundidad sobre ello.

En cuanto a las propuestas concretas del Informe Larosière, cabe plantear, al menos, las siguientes consideraciones:

- 1 Respecto al ESRC, faltan por discutir y analizar en profundidad algunos temas relativos a su organización. Pero su creación supondría indudablemente un desarrollo positivo que contribuiría a reforzar el sistema macroprudencial de la UE y a reforzar los vínculos entre las partes micro y macro. En cualquier caso, es importante que el resultado final lleve a un sistema que exija la actuación efectiva de las diferentes autoridades implicadas con base en las recomendaciones emanadas del ESRC. Una posibilidad efectiva para lograr este objetivo sería la de incluir fórmulas basadas en un sistema de «cumplir o explicar». Es decir, en aquellos casos en los que no se sigan las recomendaciones del ESRC, las autoridades pertinentes deberán explicar oportunamente su decisión.
- 2 Desde el punto de vista de la supervisión micro, las autoridades que surjan a partir de los actuales comités de nivel 3 deberían tener poderes efectivos para conseguir sus objetivos, con una estructura de gobernanza que involucre adecuadamente a las autoridades nacionales. Esto no es una tarea fácil, pero no se habría avanzado si finalmente se crean réplicas de los comités de nivel 3 existentes hoy en día. Evidentemente, la asunción de mayores responsabilidades y el ejercicio de más poderes también implican la necesidad de disponer de los recursos suficientes y de tener sistemas eficaces para asegurar la rendición de cuentas. Al mismo tiempo, y de acuerdo con el principio de subsidiaridad, es lógico que la responsabilidad de la supervisión de entidades y grupos individuales quede en manos de las autoridades nacionales, quienes conocen mejor los mercados en los que estos operan.

Más allá de estas consideraciones de carácter más concreto, sería importante que la estructura que finalmente se apruebe evite un sistema organizativo excesivamente complejo, formado por demasiados foros y/o grupos con responsabilidades que, en muchos casos, se solaparían o no quedarían claramente definidas.

En cualquier caso, los cambios que se están observando no serán ni los únicos ni los últimos que se vayan a producir en el contexto europeo. En un momento de convulsión y modificaciones tan profundas en el sistema financiero internacional, inevitablemente el proceso de cambio se tendrá que desarrollar más. Será preciso adoptar un enfoque riguroso a la vez que práctico para seguir avanzando en este debate tan complejo.

A partir de este momento, el debate estará marcado por la Comunicación «European Financial Supervision», presentada por la Comisión Europea el mismo día en que este artículo fue enviado a la imprenta. En principio, esta Comunicación se ajusta en gran medida a las recomendaciones del Informe Larosière. Respecto al calendario, la Comisión confirma otra vez su intención de acelerar la implementación y se compromete a proponer los cambios legislativos necesarios en el otoño de 2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- FIELD, L. (2005). «Cooperación en materia de supervisión en la Unión Europea y el papel del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS)», *Estabilidad Financiera*, n.º 9, noviembre 2005.
- PÉREZ, D., V. SALAS y J. SAURINA (2005). «Banking Integration», *Moneda y Crédito*, n.º 220.
- REPULLO, R., J. SAURINA y C. TRUCHARTE (2009). «Mitigating the Procyclicality of Basel II», en el libro electrónico del CEPR para el G 20 *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key issues for G 20*.
- ROLDÁN, J. M. (2008). «El papel del modelo de "originar para distribuir" en la crisis financiera de 2007», *Estabilidad Financiera*, n.º 15, noviembre 2008.

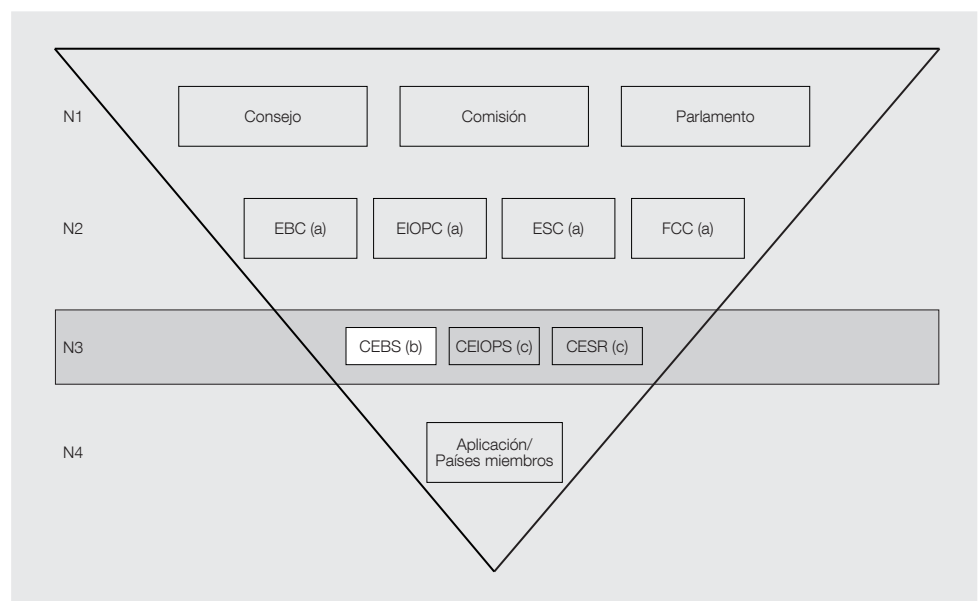
## ANEJO 1

### La arquitectura supervisora actual en la UE: el enfoque Lamfalussy

En noviembre de 2003, la Comisión Europea publicó un conjunto de medidas para extender el enfoque Lamfalussy a la regulación de los sectores bancario y de seguros en Europa. El enfoque Lamfalussy se desarrolló en el año 2000, como respuesta a la necesidad de establecer en Europa un marco regulatorio para los instrumentos financieros que fuera más sensible al desarrollo de los mercados y que promoviera un mercado de capitales integrado. Inicialmente estaba diseñado para este ámbito, pero con posterioridad se extendió también al de bancos y compañías de seguros.

## ESTRUCTURAS DEL ENFOQUE LAMFALUSSY

ESQUEMA A.1



FUENTE: *Informe Anual, 2004*, del CEBS.

- a. Ministerios de Economía.
- b. Autoridades supervisoras y bancos centrales.
- c. Autoridades supervisoras.

EBC = Comité Bancario Europeo.

EIOPC = Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación.

ESC = Comité Europeo de Valores.

FCC = Comité de Conglomerados Financieros.

CEIOPS = Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación.

CESR = Comité de Reguladores Europeos de Valores.

Así, los ministros europeos de economía acordaron, a finales de 2002, extender este enfoque a los sectores bancario y de seguros. Esta decisión representó la culminación de varios informes y procesos consultivos sobre la adecuación de las disposiciones para la estabilidad financiera, la gestión de crisis y la integración del sector financiero de la UE en su conjunto.

El enfoque consiste en cuatro niveles (véase el esquema A.1):

*Nivel 1:* Constituido por los grandes principios que conforman la legislación de la Unión Europea (UE) y sometido al procedimiento habitual de codecisión entre el Parlamento Europeo y el Consejo de Ministros de la UE. Las medidas del nivel 1 también deberían especificar los elementos más técnicos que deben acordarse posteriormente en el nivel 2.

*Nivel 2:* Se compone de un comité de regulación formal (el denominado Comité de nivel 2), una red de supervisores nacionales (el Comité de nivel 3) y la Comisión Europea. Cada una de estas partes desempeña una determinada función en la definición, propuesta y decisión sobre los elementos técnicos que deberían tener fuerza legislativa, como establece el nivel 1.

*Nivel 3:* Los supervisores nacionales del llamado Comité de nivel 3 cooperan entre sí para mejorar la coherencia de la transposición y ejecución de la legislación acordada en los niveles previos. Se establecen tres comités a este nivel, uno para bancos (CEBS), otro para seguros (CEIOPS) y otro para valores (CESR).

*Nivel 4:* Debe reforzar el cumplimiento de las reglas de la UE, y consiste en su aplicación por parte de los países miembros.

## EL IMPACTO DE LA CIRCULAR DE SOLVENCIA EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Ángel Berges Lobera y Enrique Martín Barragán (\*)

(\*) Ángel Berges Lobera es consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales y catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid. Enrique Martín Barragán es socio de Analistas Financieros Internacionales. Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.





## El impacto de la Circular de Solvencia en las entidades financieras

El dramático deterioro que se ha producido en el entorno del negocio bancario mundial durante el último año y medio, y las medidas tomadas desde los diferentes gobiernos para aliviar sus efectos, sin duda eclipsan cualquier otra consideración regulatoria sobre el sector y, en particular, la efectiva implantación del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II), que en el caso español ha venido de la mano de la Circular 3/2008 del Banco de España.

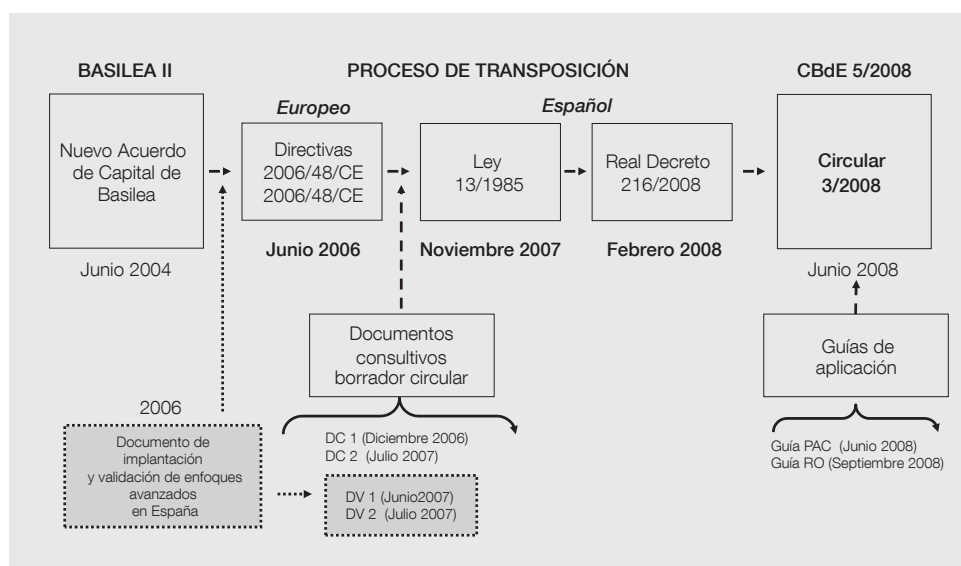
La adaptación a dicha circular ha supuesto para las entidades un ejercicio que ha consumido importantes recursos durante los últimos años y ha implicado a diferentes áreas claves en la gestión del negocio, ejercicio que no puede darse por finalizado puesto que en la línea de una mejora continua en la gestión de riesgos seguirán siendo necesarios avances de forma continuada. El fruto de los esfuerzos ha cristalizado, en algunas entidades, en la aplicación de modelos internos para el cálculo de consumo de capital. En general, para todas las entidades ha supuesto un avance en su gestión del riesgo, en su gestión de la solvencia y, en definitiva, en la capacidad de garantizar la estabilidad de su negocio. Pero, por encima de todo, puede decirse, sin lugar a dudas, que, sin menoscabo de los efectos derivados de la crisis financiera reciente, la incorporación efectiva de los parámetros del Nuevo Acuerdo de Capital supone un punto de inflexión en la forma de hacer banca.

### 1 Introducción

La publicación y entrada en vigor de la Circular 3/2008 supone un punto de inflexión para las entidades financieras españolas, en tanto que puede considerarse la cristalización de unos trabajos de preparación que se han desarrollado durante los últimos años y, al mismo tiempo, representa el punto de inicio de un nuevo enfoque en la gestión global de riesgo en las entidades, que, aunque perfectamente alineado con las tendencias de los últimos años, incorpora nuevas reglas del juego en la estimación del capital necesario para poder desarrollar la actividad.

Este punto de inflexión es tanto más crítico cuanto el entorno en el que finalmente ha venido a producirse dista mucho del que los reguladores podrían haber previsto en el momento de definir la norma, e incorpora diferentes elementos que pueden ser relevantes para el futuro desarrollo de la normativa, tanto desde la perspectiva del papel de las agencias de *rating* como proveedoras de información sobre la calificación crediticia de los acreditados, como desde el tratamiento de diferentes riesgos que pudieran no haber sido suficientemente tratados en el diseño original de la norma.

Desde la perspectiva del artículo, la reflexión se estructura a cuatro grandes líneas, comenzando, en primer lugar, con el propio proceso de adaptación de las entidades, los esfuerzos desarrollados y las experiencias aprendidas. En segundo lugar, se centra en el análisis de los principales impactos desde el punto de vista de consumo de capital, haciendo especial énfasis en aquellos aspectos que suponen mayor cambio en la estimación del capital regulatorio respecto al marco normativo anterior. En tercer lugar, se incorporan unas reflexiones sobre el efecto que puede tener el actual entorno económico y financiero y se analiza el posible efecto procíclico de la normativa de solvencia recogida en la Circular, así como sobre el potencial efecto en la gestión de las entidades. Finalmente, se analizan las posibles implicaciones de la nueva normativa de solvencia, y más específicamente las derivadas de la existencia de diferentes enfoques para el cálculo de requerimientos de capital, sobre las dinámicas competitivas entre entidades.



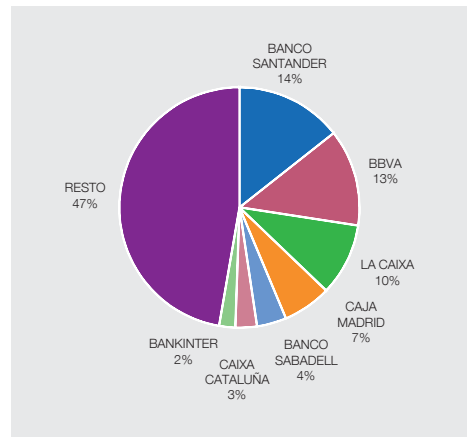
FUENTE: Elaboración propia.

## 2 Proceso de adaptación de las entidades

Una de las principales características que debe destacarse del proceso de adaptación a la Circular 3/2008 es la importante anticipación de buena parte de los trabajos. No solo han servido como referencia el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea y las directivas comunitarias que transponen dicho acuerdo al entorno de la Unión Europea, sino que también el propio Banco de España ha llevado a cabo un importante ejercicio de anticipación, facilitando un elevado detalle de la información necesaria para la preparación de las entidades. De forma específica, el Banco de España no solo publicó, varios meses antes de su entrada en vigor, borradores de la normativa, para su consulta con las entidades supervisadas —los primeros borradores de la Circular, con una redacción que apenas tuvo cambios en la versión definitiva, fueron publicados en diciembre de 2007—, sino que inició los trabajos con las entidades desde un momento temprano.

En todo caso, dado el alcance de la Circular 3/2008, la adaptación a un cambio normativo de semejante envergadura ha de suponer, necesariamente, un importante esfuerzo por parte de las entidades. Con una mirada retrospectiva a los primeros años de la década (2002 y 2003), los principales esfuerzos iniciales se centraron en el tratamiento del riesgo de crédito y, específicamente, en el lanzamiento de proyectos orientados al desarrollo de modelos internos (IRB, acrónimo de Internal Based Models), en la creencia de que el avance hacia dichos modelos podría ser el camino natural para todas las entidades. Estos esfuerzos, sobre todo orientados a diseñar y alimentar bases de datos que sirviesen de soporte para el desarrollo de modelos internos, tuvieron un importante componente tecnológico y un cierto impacto organizativo, al rediseñar los procesos de recogida de información en la solicitud de operaciones de riesgo, generalmente en torno a lo que se ha dado en llamar «expediente electrónico» en la mayor parte de entidades.

En línea con este temprano avance en el desarrollo de la infraestructura de información para el desarrollo de modelos, el proceso de validación de modelos internos se inició de forma inmediata a partir de la publicación del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea o Basilea II, a mediados de 2004. Desde este momento, quedó ya claro que el avance hacia modelos internos quedaría limitado, al menos en la fase inicial, a las entidades de mayor dimensión, con mayor capacidad de desarrollo de modelos, por contar con importantes carteras de préstamos, buena calidad de la información y suficiente experiencia histórica en los principales segmentos.



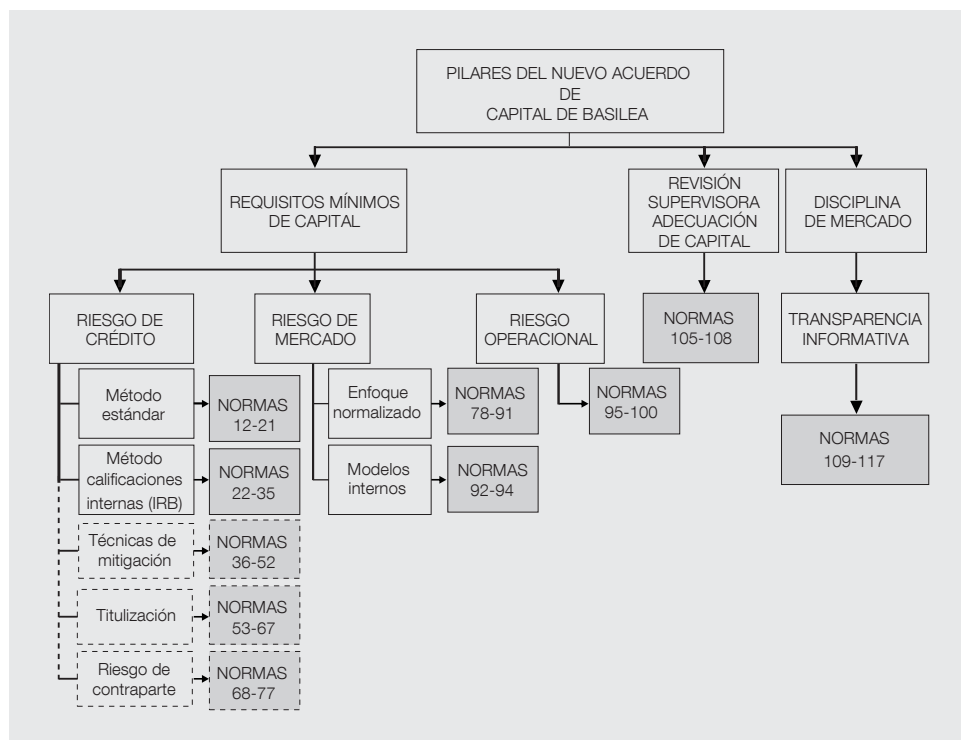
FUENTE: Elaboración propia, a partir de datos de AEB y CECA.

Frente a esa creencia inicial de que la mayoría de entidades optarían a los modelos IRB, el tiempo se ha encargado de demostrar que, después del trabajo de casi cuatro años en la validación de modelos internos, varias de las entidades autorizadas para la aplicación de los mismos, en una primera fase, aplicarán modelos estándares para diferentes segmentos o tipos de riesgos. Esta realidad pone de manifiesto que el «optimismo» inicial con que se abordó el proceso de adaptación, y los calendarios de aplicación de modelos internos por parte de muchas entidades, habrán de ser revisados, si no completamente reformulados, después de constatarse que la dimensión y experiencia de muchas entidades pueden no ser compatibles con los exigentes criterios aplicados para la validación de los modelos internos.

Sin embargo, no puede considerarse que el aprendizaje haya sido en vano. Aunque solo siete entidades hayan podido aplicar, en el momento de la entrada en vigor de la Circular, modelos internos para el cálculo de sus recursos propios, muchas otras pueden estar usando modelos semejantes para una mejor toma de decisiones en la concesión de operaciones, para optimizar sus procesos de aprobación de inversiones, o para mejorar el seguimiento del crédito.

Por otra parte, el hecho de que sea reducido el número de entidades que está efectivamente aplicando modelos internos no es óbice para reconocer que *puede considerarse que la mayoría del crédito concedido por el sistema financiero español está evaluado en función de modelos internos*. Los siete grupos que tienen autorizada la aplicación de modelos internos (IRB) para el cálculo del capital regulatorio exigible por riesgo de crédito engloban a una veintena de entidades, que acumulan una cuota de mercado individual de más de un 50% (véase gráfico adjunto) y tienen autorizados unos cien modelos diferentes —aplicables a diferentes productos, segmentos o categorías de exposiciones—, esperándose que, cuando finalice el proceso de validación de los modelos, estos supongan un número superior a trescientos.

Llegados a este punto, debemos reconocer que, si bien las modificaciones más relevantes de la Circular se han referido al consumo de recursos propios por riesgo de crédito, también incorpora novedades en el tratamiento de riesgo operacional y, en mucha menor medida, en el riesgo de mercado. En este sentido, los trabajos de adaptación en relación con el riesgo operacional han sido mucho menos relevantes y más tardíos, no habiendo permitido el desarrollo de modelos internos para el cálculo del riesgo operacional. Esto no impide que los avances en la concienciación sobre la relevancia de este riesgo, en la recogida de información y evaluación del impacto del mismo y en la mejora de su gestión no puedan considerarse impor-



FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: Las normas 1-3 corresponden al ámbito de aplicación; las normas 4-6, a los requerimientos generales; las normas 7-11, a los recursos propios computables, y las normas 101-104, a los límites de los grandes riesgos.

tantes aportaciones del proceso de adaptación, sobre todo si se tiene en cuenta que dicho riesgo, con anterioridad a la redacción de Basilea II, no era reconocido de forma diferenciada por las entidades ni por los supervisores.

La adaptación de las entidades, sin embargo, no solo ha tenido que ver con el desarrollo de los modelos y procedimientos para adaptar el consumo de capital a los requerimientos de la nueva Circular, sino que también ha afectado a los Pilares II y III del Acuerdo de Capital. Aquí, los esfuerzos de adaptación han supuesto una combinación de metodologías de medición de riesgos y modelización del capital, con el desarrollo de aspectos cualitativos como pueden ser la regulación interna de los procedimientos para la gestión del riesgo, la definición de modelos de información para el supervisor y para el mercado, y la propia definición de procedimientos para la elaboración de la información requerida por la normativa.

En el ámbito del *Pilar II*, la clave no se ha centrado tanto en el ámbito del gobierno corporativo, donde ya existían requerimientos suficientemente amplios, sino en el *cambio de modelo de supervisión*, para lo que el Banco de España ha instrumentado mecanismos que han facilitado la adaptación de las entidades, requiriendo la elaboración de una «prueba piloto» del Informe de Autoevaluación de Capital (IAC) con datos a junio de 2008, que ha servido, sobre la base de la Guía publicada por el Banco de España, para llevar a cabo un aprendizaje por parte de las entidades de un ejercicio que, a partir del año 2009, deberá realizarse de forma recurrente con las cuentas de cada ejercicio.

En este ámbito del Pilar II se incorpora la medición y evaluación de diferentes riesgos, y la vinculación de los mismos (nivel de exposición) a necesidades de capital adicional, que igual-

mente afectarán al riesgo de crédito en función del grado de concentración de las carteras —concentración sectorial o en prestatarios individuales—.

Esta estimación no se traduce en exigencias efectivas de capital, pero requiere que las entidades tomen decisiones —y las hagan explícitas en el IAC— acerca de su nivel de solvencia objetivo, y, sobre dicha base, comparen los recursos propios disponibles con los que serían requeridos por los diferentes riesgos.

Finalmente, en el ámbito del *Pilar III*, referido a la *transparencia informativa* y a la *disciplina de mercado*, también se han producido avances al cierre de 2008. En aras de garantizar un nivel mínimo de información pública sobre la gestión de riesgos, la Circular incorpora unos contenidos básicos de referencia que deben quedar recogidos en el Informe de Relevancia Prudencial, que deberán publicar anualmente las entidades junto con sus estados financieros. En todo caso, quedará en el ámbito de decisión de cada entidad la forma de difundir la información relevante sobre sus riesgos.

Lógicamente, las entidades que apliquen modelos más avanzados se verán obligadas a publicar información más detallada sobre sus riesgos, algo que muchas entidades han venido realizando desde antes incluso que la norma lo requiriese, lo que pone de manifiesto que la transparencia informativa (base del *Pilar III*) es en sí misma una importante arma competitiva.

### **3 Principales impactos de la nueva normativa**

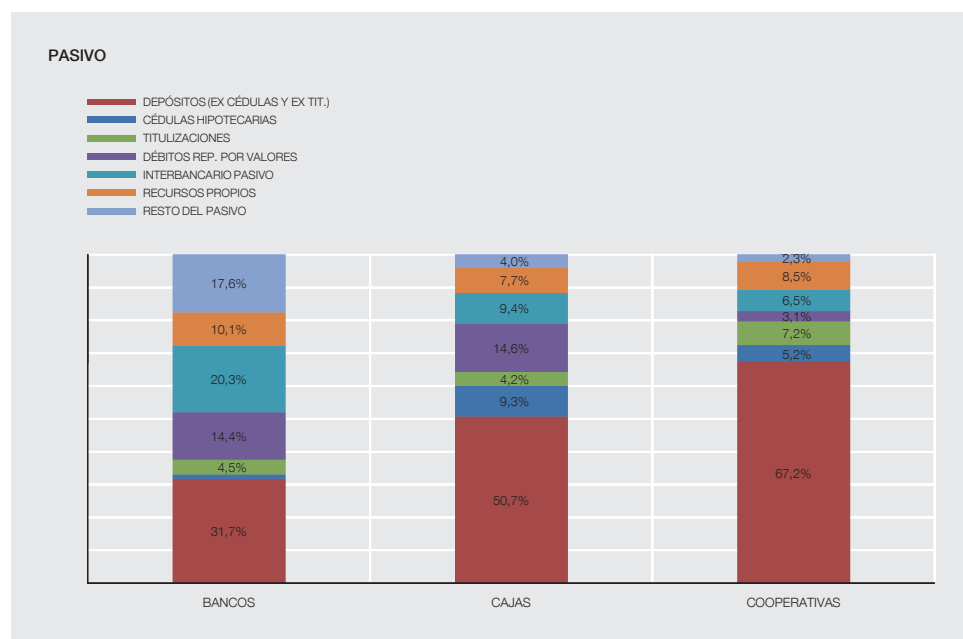
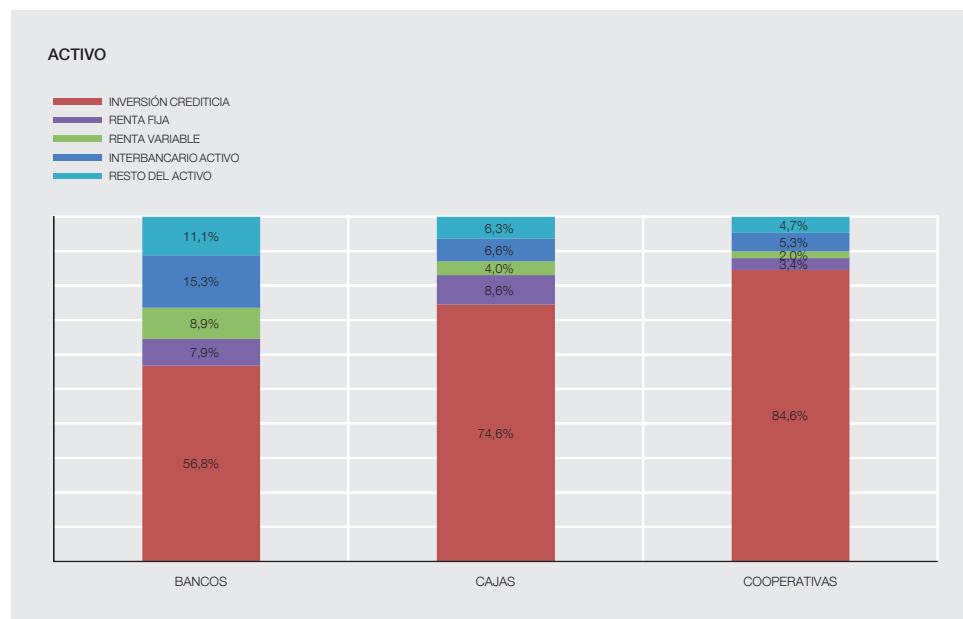
Al analizar los impactos de Basilea II en las entidades financieras, ya se han publicado en el pasado diferentes análisis con enfoques más cuantitativos, donde se ha puesto en evidencia cómo la aplicación de la nueva normativa podría reducir los consumos de capital por riesgo de crédito de la actividad minorista más tradicional, al tiempo que se incrementaba el consumo por otras actividades generadoras de riesgo de crédito —titulizaciones, financiación especializada, carteras de renta variable...—. Al mismo tiempo, «nuevos» riesgos sujetos a exigencias de capital, como el riesgo operacional, generaban nuevos consumos de capital.

En conjunto, puede afirmarse, como bien recogen los principios del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, que existe una relativa *neutralidad agregada* en la migración a la nueva normativa, sin menoscabo de que se produzcan mayores o menores exigencias en unos u otros ámbitos del negocio, que lógicamente tendrán efectos diferenciales entre entidades en función de su mayor o menor especialización en cada uno de dichos ámbitos.

Por tanto, el análisis de posibles efectos no se intentará realizar tanto desde la perspectiva del impacto cuantitativo de la norma, como con base en los aspectos cualitativos que afectan a diferentes riesgos o a diferentes categorías de activos.

En relación con el *tratamiento de los recursos propios computables*, no puede decirse que los cambios introducidos sean sustantivos. No es previsible que la incorporación de un tercer nivel de recursos propios —recursos propios complementarios— compuesto por financiaciones subordinadas a corto plazo, y destinado exclusivamente a cubrir los requerimientos por riesgo de mercado, tenga efectos significativos, dado el reducido peso que tiene dicho riesgo en el consumo de capital de la mayoría de entidades españolas.

Por otra parte, algunas modificaciones específicas que afectan a la computabilidad de los recursos propios en filiales con presencia de minoritarios sí pueden tener efectos sobre las estrategias de reforzamiento de capital basadas en la entrada de socios en algunas participadas —generalmente *holding* de otras sociedades participadas, cotizadas o no—.



FUENTE: Elaboración propia, a partir de datos de AEB, CECA y UNACC.

Los cambios en el tratamiento de las *carteras de crédito minoristas* —tanto de riesgo con garantía hipotecaria como con garantía personal— ya han sido tratados en diferentes análisis con un enfoque cuantitativo. En este sentido, es de destacar el favorable tratamiento que se da a los préstamos hipotecarios, y especialmente a aquellos que cuentan con un mayor nivel de garantía (una ratio LTV, *Loan-to-value*, o relación entre el préstamo y el valor del activo hipotecado inferior al 80%), que se traduce en un menor consumo de capital por estas actividades, lo que beneficia específicamente a las entidades con una marcada orientación minorista en su activo.

Frente a ese tratamiento favorable dado al crédito hipotecario minorista, una de las categorías a las que se le puede aplicar un mayor consumo de capital está constituida por las *exposiciones en renta variable*. Estas apenas sufren incremento de ponderaciones para aquellas enti-

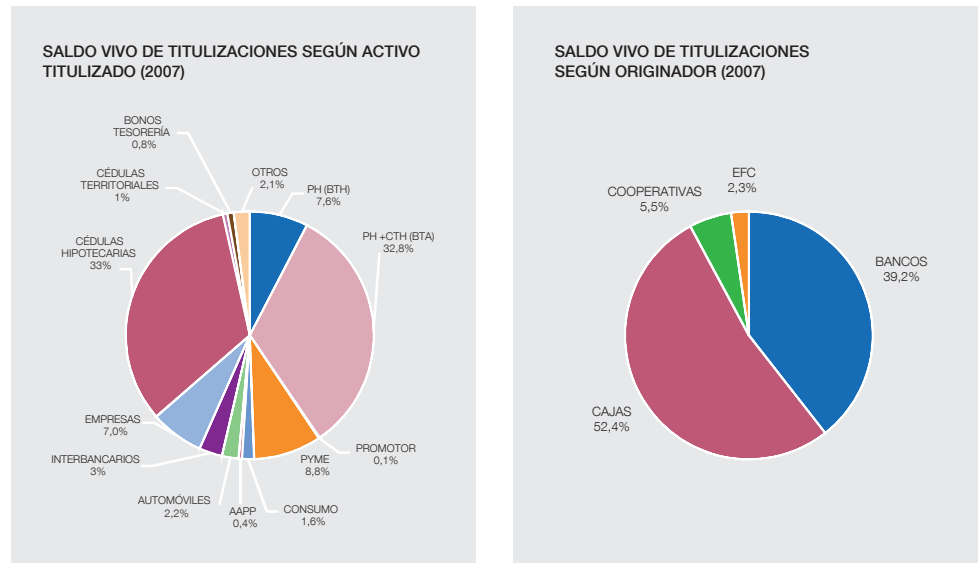


FUENTE: Elaboración propia, a partir de datos del BCE.

dades que opten por el método estándar, especialmente por la aplicación a las posiciones que se definan como inversiones estratégicas o permanentes de una ponderación del 100%. Ahora bien, dichas posiciones inversoras sí que se ven sometidas a un incremento sustancial de las ponderaciones en el caso de entidades que apliquen el método IRB, tanto si la estimación descansa en probabilidad de quiebra (PD) y severidad (LGD), como si lo hace en modelos internos —cuyo cálculo se basa en una aproximación al riesgo de mercado con un horizonte temporal extendido a tres meses—.

Una segunda categoría de exposiciones que también se ven sensiblemente afectadas en cuanto a aumento en su consumo de capital es la que engloba todas las *exposiciones a titulizaciones*, que incluyen no solo los bonos de titulización adquiridos, sino también cualquier otro riesgo frente a estos fondos, sea en la forma de líneas de liquidez, préstamos subordinados, derivados de tipos de interés u otros. El tratamiento de estas partidas en el Acuerdo de Basilea de 1988 no reflejaba adecuadamente la efectiva exposición al riesgo de las mismas —lo cual era menos crítico, al no existir un importante desarrollo de las mismas en aquella fecha—. Esto se traducía en que el mantenimiento de exposiciones con un mayor riesgo relativo, como podían ser los tramos subordinados de las titulizaciones, no suponía un incremento sustancial del consumo de riesgo. Con el enfoque recogido en la Circular 3/2008, se da un paso adelante en el efectivo reconocimiento del riesgo implícito en cada una de las exposiciones de titulización, incrementándose de forma sustantiva el consumo de aquellas exposiciones de mayor riesgo —y reduciéndose, en otros casos, en las exposiciones de mayor calidad—. Desde una pura perspectiva de gestión de riesgos, las titulizaciones deberían actuar como operaciones de transferencia de riesgos; dado que no actúan así, los reguladores han optado por mantener la exigencia de capital original de los activos titulizados.

Sobre este punto, merece la pena realizar un breve comentario sobre el papel jugado por las titulizaciones en la crisis financiera desatada en Estados Unidos, y generalizada a la práctica totalidad de sistemas bancarios mundiales. Difícilmente podría argumentarse hoy que dicha crisis podría haberse evitado de haber estado en vigencia Basilea II, y con él las mayores exigencias de solvencia asociadas a las titulizaciones; pero no está de más reconocer que



FUENTE: Elaboración propia, a partir de datos de la *Memoria de Supervisión Bancaria en España, 2007*, de Banco de España.

Estados Unidos, país en el que se dio una mayor generalización de las titulaciones, y en el que probablemente las mismas alcanzaron peores estándares de calidad, fue precisamente el más rezagado en la discusión, y efectiva implantación, de Basilea II.

En todo caso, dada la coyuntura actual en la que las titulaciones actúan como operaciones de obtención de liquidez y no como operaciones de efectiva transferencia de riesgo, el nuevo tratamiento dado por Basilea II supone, para la mayor parte de las entidades, un incremento de los consumos de recursos propios.

Este incremento es más inmediato en el caso de las estructuras multicedente que se están utilizando por parte de entidades de menor dimensión para poder participar en titulaciones cuyo volumen de emisión garantice una cierta liquidez y un atractivo para los inversores. En estos casos, en los que las entidades mantienen una doble posición, como originadora de los colaterales de la titulación y como inversora en los pasivos emitidos por el fondo de titulación, las entidades pueden retener todos los riesgos originales —como es el caso de las titulaciones de cédulas, en los que se mantienen los préstamos originales en el balance— y aumentar su exposición frente a las otras entidades originadoras de la titulación.

La complejidad de las propias estructuras de titulación, junto con la dualidad de papeles de las entidades, como originadoras e inversoras, lleva a que el tratamiento de las titulaciones en la Circular, no solo para la estimación de los recursos propios requeridos por las posiciones de titulación, sino también para la valoración de los límites a grandes riesgos y la imputación de «consumo» de riesgo frente a cada contrapartida, sea una de las partes más complejas de la nueva norma.

Por otro lado, el tratamiento del *riesgo de contraparte* (más relacionado con actividades mayoristas) incorpora novedades significativas, si bien mantiene métodos de cálculo del mismo equivalentes a los anteriormente vigentes. Al igual que ocurre con las titulaciones, en las que el mercado había avanzado más rápido que la normativa, aquí nos encontramos igualmente con que las prácticas de mercado, especialmente en lo que se refiere a la aplicación de acuerdos de compensación y acuerdos de colaterales entre entidades, habían avanzado hasta un



punto en la gestión de riesgos que no estaba suficientemente reflejado en la normativa. Esta recoge ahora la posibilidad de reconocimiento de dichos instrumentos de forma detallada, aunque con determinados requerimientos formales que pueden haber llevado a que algunas entidades no hayan dado el paso de aplicar métodos de cálculo del consumo de capital más sofisticados —como puede ser la exigencia de aplicabilidad de los acuerdos en todas las jurisdicciones en las que opera, incluso en situaciones concursales, sustentada en un dictamen jurídico—. Es previsible que, en el futuro más inmediato, las entidades que apliquen IRB como método estándar para el cálculo de requerimientos de capital por riesgo de crédito empleen métodos de cálculo del riesgo de contraparte más acordes con las prácticas de gestión que llevan a cabo, en las que tienen un papel clave los acuerdos de compensación o de *netting* y los acuerdos de colateral.

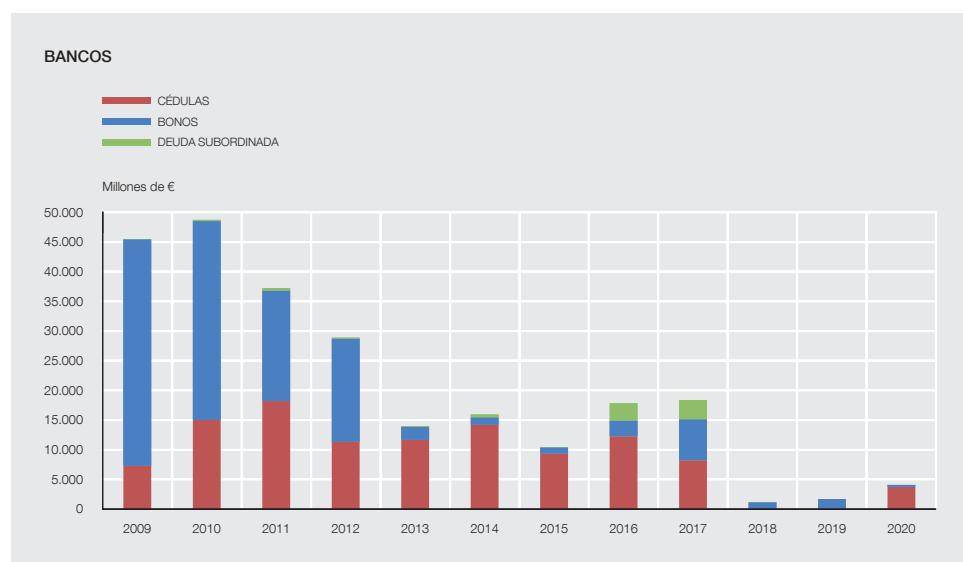
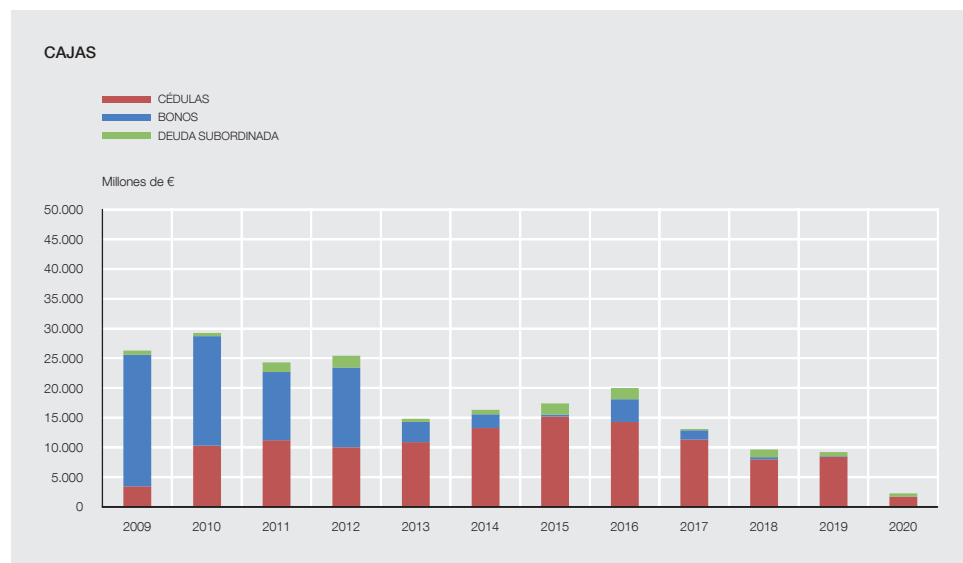
Finalmente, la nueva Circular afecta también al *riesgo de tipos de interés*, cuyas estimaciones se han visto modificadas, aunque sin afectar al cálculo de requerimientos de recursos propios —al menos en el Pilar I, aunque en el Pilar II, en el marco de la autoevaluación de capital, entra a formar parte de las estimaciones internas de capital—.

Un primer cambio sustantivo ha sido la mera exigencia de información a las entidades sobre la exposición al riesgo de interés, que se materializa en tres diferentes estados semestrales, que servirán al supervisor para realizar un seguimiento de la exposición a este riesgo de las entidades. Estos estados permitirán al supervisor, por un lado, disponer de las estimaciones internas de las entidades de su exposición al riesgo de interés —tanto en margen financiero como en valor económico— y, por otro, tener información detallada sobre activos, pasivos y derivados que generen exposición al riesgo de interés.

Entre los elementos clave que han requerido la adaptación de las entidades para el tratamiento de este riesgo, destacaría, por un lado, la exigencia de elaboración de los análisis en base consolidada —incorporando todas las entidades que formen parte del grupo consolidable— y, por otro, la exigencia de una mayor sofisticación en el análisis —opcionalidad, modelización de flujos fijos en operaciones a tipo variable correspondientes a los diferenciales, tratamiento de operaciones sin vencimiento predeterminado...—.

De todos ellos, en las entidades minoristas, el *tratamiento de las cuentas a la vista* ha supuesto un esfuerzo de modelización que, en ocasiones, ha generado inconsistencias con los análisis previamente aplicados. No puede perderse de vista que el riesgo de interés ha sido, durante el proceso de gestación de Basilea II, «candidato» a ser uno de los riesgos sujetos a requerimientos de recursos propios, habiéndose publicado por parte del Comité de Supervisión Bancaria, en la década pasada, enfoques y aproximaciones a cómo medir dicho riesgo —muy semejantes, por otro lado, al tratamiento dado a la cartera de renta fija en la medición del riesgo de mercado por el método estándar—. Estos enfoques recogían un determinado tratamiento de las cuentas a la vista, diferenciando entre las que se denominaban «sensibles» y las no sensibles a tipos de interés, que, de forma resumida, se materializaba en una definición de escalas de vencimiento/repreciaciones aplicables.

Una vez que el Banco de España recoge en la Circular un tratamiento diferenciado, basado en un análisis empírico del comportamiento de las cuentas a la vista que permita identificar su estabilidad y su sensibilidad a movimientos de tipos de interés —tanto en valoración, aproximada mediante las duraciones, como en coste—, surgen inconsistencias con los modelos previamente aplicados, ya que el análisis empírico muestra, en la mayoría de entidades con orientación minorista, no solo una elevada estabilidad de los pasivos a la vista sin coste, sino una elevada duración —sensibilidad en valor— de dichos pasivos. Dado que el enfoque que



FUENTE: Elaboración propia, a partir de datos de CNMV y Bloomberg.

prevalece en Basilea II y en la propia Circular es el orientado a medir el riesgo de interés en términos de potenciales impactos sobre el valor económico de la entidad, el «alargamiento» de la duración de los pasivos —consecuencia de una medición más precisa— supone que lo que antes se consideraba un posicionamiento neutral frente a movimientos de tipos en términos de duración de los recursos propios, se vea efectivamente como un posicionamiento favorable ante elevaciones de tipos, y adverso ante caídas, en términos de valor económico —duración de los recursos propios negativa—.

Finalmente, y tras todas las novedades hasta aquí comentadas, merece la pena analizar un riesgo que no ha sido objeto de regulación expresa en la circular, como es el *riesgo de liquidez*. La relevancia de dicho riesgo está fuera de toda duda, especialmente en el actual contexto de cierre de los mercados mayoristas, y de imposibilidad, no ya de llevar a cabo una nueva captación de financiación en tales mercados, sino incluso de renovar los vencimientos a que las entidades deben hacer frente en los próximos años, y que alcanzan cifras en el entorno de los 80.000 millones anuales para el conjunto de entidades financieras españolas.

La no consideración de dicho riesgo puede obedecer bien a la dificultad de su cuantificación explícita, o bien a la consideración del mismo implícitamente como parte integrante del riesgo de tipo de interés, considerando que el cierre de las fuentes «habituales» de financiación simplemente implica tener que apelar a fuentes extraordinarias y, consecuentemente, más caras, lo que debería ser objeto de cuantificación como riesgo de interés. Ahora bien, un razonamiento como ese deja fuera aquellos escenarios de riesgo en los que no existe capacidad de financiación «a ningún precio». La situación vivida en los últimos meses bien pudiera ser considerada como ejemplo de dicho escenario. En tal caso, podría argumentarse que la capacidad de respuesta no radica en cada entidad de forma aislada, sino que debe ser objeto de solución desde una perspectiva sistémica. Sin menoscabo de ello, probablemente asistamos a nuevos esquemas reguladores en los que el riesgo de liquidez sea explícitamente abordado y medido, independientemente de que se traduzca en exigencias específicas de recursos propios, o limitaciones cuantitativas a exposiciones a dicho riesgo.

#### **4 Entorno económico y prociclicidad de la norma**

Uno de los debates que han surgido en torno a la aplicación de Basilea II es el referido a la posible *prociclicidad de los requerimientos de recursos propios*, que podría traducirse en una mayor exigencia de recursos propios en momentos de menor crecimiento económico, y llevar a dificultades a las entidades en caso de que dicho entorno generase menos oportunidades de reforzamiento de los recursos propios —sea vía retención de beneficios o sea mediante la apelación a mercados—.

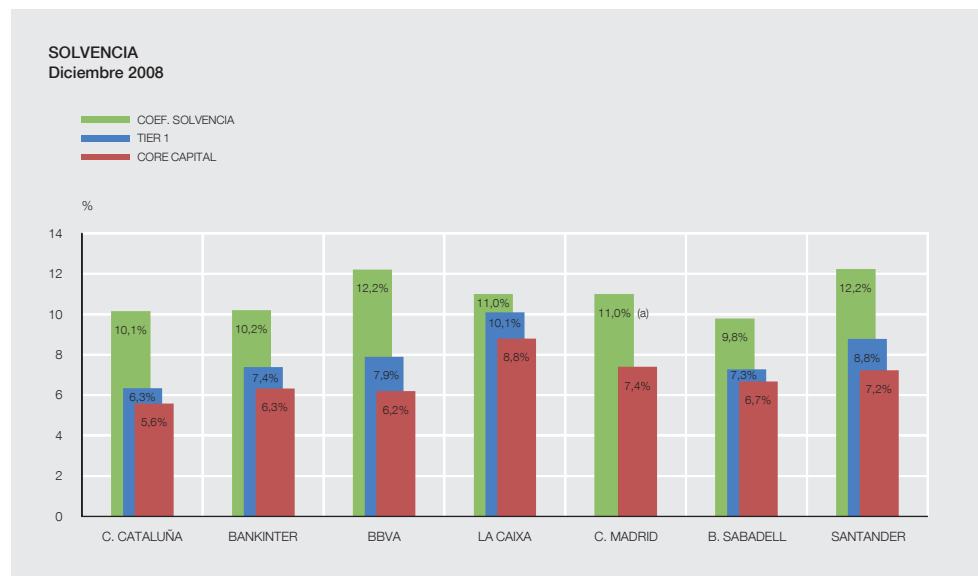
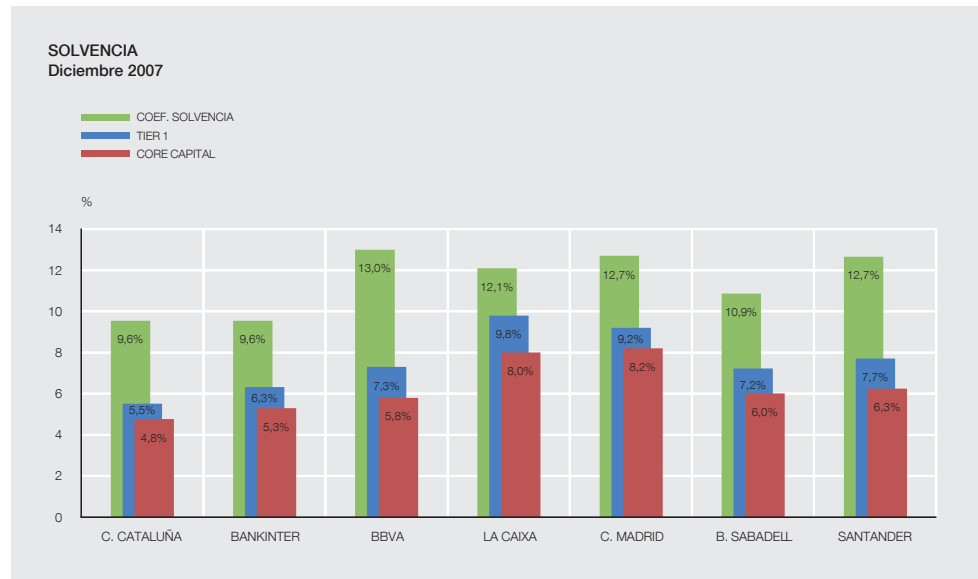
El entorno en el que definitivamente ha venido a implantarse el Acuerdo de Capital ha supuesto, por tanto, un importante reto para entidades y reguladores. La neutralidad prevista en la primera aplicación —uno de cuyos objetivos era evitar que se generasen, de forma extendida, excedentes o necesidades de capital significativas— no ha supuesto ninguna distorsión en dicho ámbito. Sin embargo, en relación con su aplicación futura, cabe hacer algunas reflexiones sobre esa posible prociclicidad.

No puede perderse de vista que la información histórica sobre la que se han construido los modelos corresponde a un ciclo expansivo en el que el crecimiento de la actividad ha sido muy favorable y la mora se ha mantenido en mínimos históricos. Dado que era imposible intentar cubrir un ciclo completo —como está en el espíritu de la normativa— por la dificultad material de recopilar información con una profundidad histórica tan amplia, parecía apropiado aplicar, a las estimaciones de riesgo de crédito realizadas sobre la base de la última década, un *factor incremental, en aras de la prudencia y aproximación a un ciclo completo*.

En la aplicación española de la norma, ese factor incremental en las exigencias por riesgo de crédito en el modelo IRB añade un 6% adicional de requerimientos de capital respecto a la fórmula original de Basilea II, que no aparece en el tratamiento de los requerimientos estimados por el método estándar.

La posible prociclicidad en el caso de las exigencias de riesgo de crédito por el método estándar para riesgo de crédito no parece tan relevante, ya que su efecto podría venir por un deterioro generalizado de las calificaciones crediticias externas utilizadas. Dado que en las entidades que aplican el método estándar las calificaciones crediticias externas se emplean fundamentalmente para el tratamiento de unas categorías específicas de exposiciones —empresas y titulaciones—, no es previsible que el efecto sea relevante.

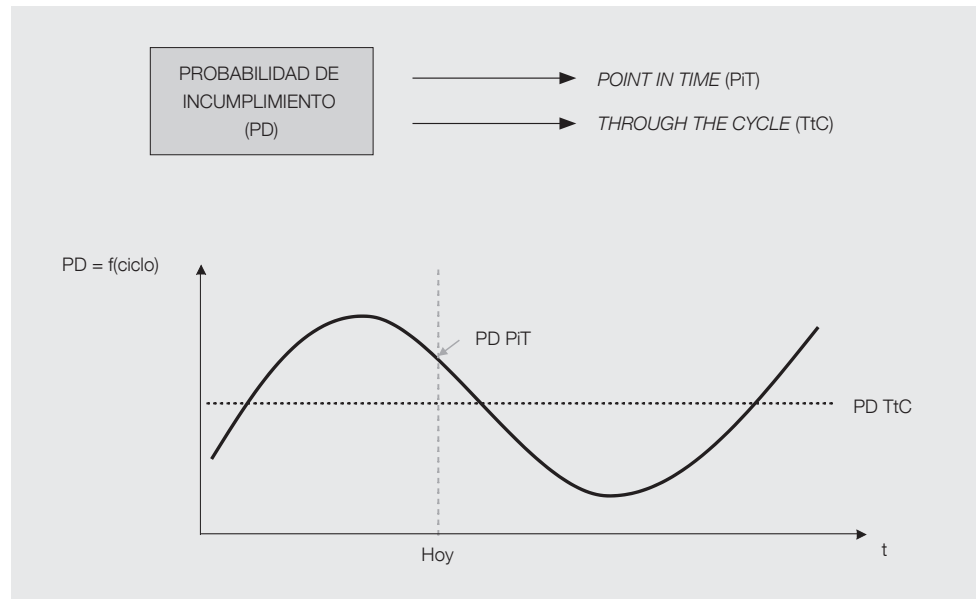
Podría considerarse más relevante, por el contrario, el efecto que puede tener el ciclo económico en los recursos propios computables, ya que puede suponer un deterioro de la base de capital, bien por la *reducción del valor de determinados activos contabilizados por su valor*



FUENTE: Elaboración propia, a partir de informes trimestrales de las entidades.

a. Datos a septiembre de 2008.

*razonable* contra patrimonio neto —por la parte de ajustes por valoración que podrían ser parcialmente computables, si son positivos, o deducibles de los recursos propios, si toman valor negativo—, o bien por la reducción de la provisión genérica, que es computable hasta un cierto límite, pero que, en un entorno de deterioro económico y crecimiento de la morosidad, se aplica a la cobertura de operaciones específicas, reduciéndose su volumen y, por tanto, pasando de poderse considerar dentro de la base de capital a tratarse como un menor valor de la exposición deteriorada —lo que, de facto, elimina el potencial efecto de apalancamiento de que disponen los recursos propios—. En este impacto del ciclo en el cómputo de recursos propios no puede perderse de vista que la potencial generación de resultados negativos supone para las entidades una reducción de sus recursos propios básicos —pudiendo llegar a tener un efecto superior en los recursos propios computables si por efecto de la reducción en los primeros se limita la computabilidad de parte de los recursos propios de segunda categoría—.



FUENTE: Elaboración propia.

En el caso de modelos IRB, por el contrario, la prociclicidad parece que tendrá un efecto más inmediato. Independientemente de que la estimación de las probabilidades de impago —PD— se realice considerando un ciclo económico completo —PD through-the-cycle—, no es evitable que en un entorno de desaceleración se produzca una revisión a la baja de la *calificación crediticia* de numerosas exposiciones, lo que, de facto, se traduce en un incremento de los requerimientos de capital.

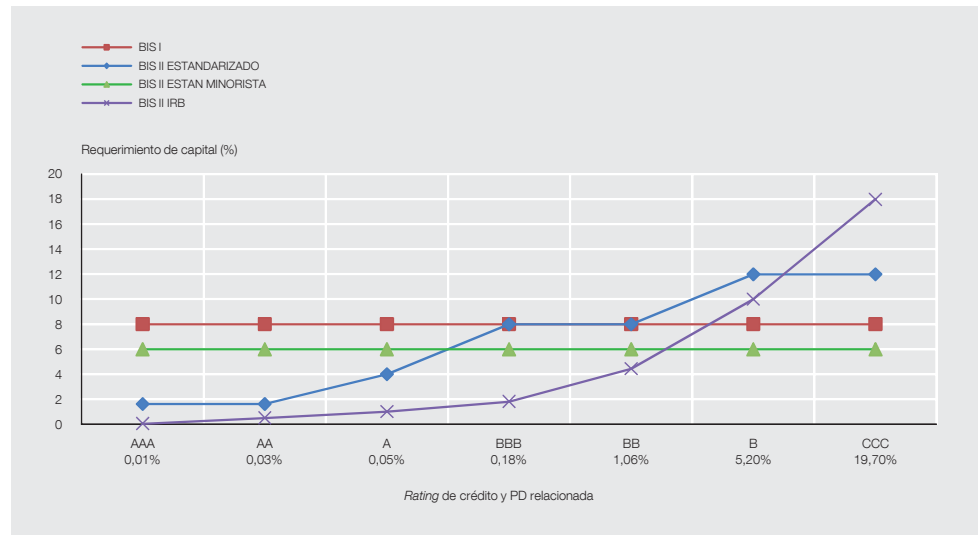
En todo caso, los dos elementos anteriormente mencionados, el valor razonable de los activos y las calificaciones crediticias se hallan actualmente en el epicentro de la discusión sobre su carácter amplificador del ciclo, justo cuando la representatividad de unos y otros indicadores (los precios «de mercado» cuando no hay mercado, y unas calificaciones crediticias cuya credibilidad está absolutamente cuestionada) está en la agenda de replanteamientos que es necesario realizar, en el proceso abierto de reformulación de las reglas del juego en el ámbito financiero global (G 20, Financial Stability Forum, etc.).

### 5 Implicaciones sobre la dinámica competitiva de las entidades

Un último elemento relevante de los impactos de la Circular en las entidades financieras es el posible impacto que se pueda dar en su forma de desarrollar el negocio y, especialmente, la reflexión sobre las posibles diferencias en la gestión que podrían presentarse entre las entidades que apliquen modelos estandarizados o más avanzados.

En el caso del riesgo de crédito, parece que la aplicación de métodos IRB puede suponer una ventaja para las entidades en tanto que su negocio se oriente hacia operaciones y contrapartes de elevada calidad crediticia, mientras que la menor discriminación que existe en los métodos estándar puede suponer un consumo de capital proporcionalmente menor en operaciones de mayor riesgo.

Desde un enfoque puramente competitivo, el diferente consumo de capital por operaciones que puedan suponer los métodos estándar o IRB puede traducirse en una diferente política de riesgos. En todo caso, dado el carácter indiferenciado de los productos y servicios bancarios, es de prever que los precios finalmente marcados vengán determinados por la competencia en los mercados y no necesariamente por los costes de los factores de cada entidad,



FUENTE: Elaboración propia.

de modo que estos factores no supongan en absoluto ventajas competitivas por un ahorro de capital.

Sí podrá suponer una *ventaja competitiva la adecuada integración de los modelos de medición de riesgo en los procesos de análisis, admisión y seguimiento de las operaciones*, en tanto que las ventajas en términos operativos y de eficiencia pueden ser significativas, permitiendo asignar los recursos escasos —personal especializado en análisis de operaciones, especialistas en seguimiento del riesgo o en reestructuración o recuperación de operaciones...— a aquellas operaciones en las que efectivamente aporten mayor valor relativo, y no a aquellas que puedan ser tratadas de forma masiva mediante los modelos internos. Estas ventajas podrán ser aprovechadas tanto por entidades que puedan aplicar los modelos IRB en el cálculo de su consumo de capital, como por aquellas cuyos modelos, aun no siendo válidos para el cálculo de los requerimientos de recursos propios, sirvan como herramienta de análisis y medición de riesgos y puedan incorporarse en los circuitos de gestión ordinarios.

Todo ello llevará a una nueva forma de hacer banca, que, bajo una mayor presión competitiva, generalice actitudes como:

- mayor sensibilidad al riesgo por parte de las entidades,
- orientación de las actividades a creación de valor —preservación y reforzamiento de la solvencia—, y
- una mayor discriminación en precios y condiciones por prestatario.

## 6 Conclusiones

La implantación de Basilea II, plasmada en el caso español en la Circular 3/2008, supone un explícito reconocimiento de un modelo moderno de hacer banca, en el que el conocimiento de los clientes y el reconocimiento del valor aportado por cada uno de ellos y por cada operación son el núcleo de la gestión de la banca minorista, al tiempo que el adecuado reconocimiento de todos los riesgos implícitos en la actividad mayorista se hace clave. En este modelo de gestión, la planificación deja de tratarse como un mero ejercicio de presupuestación anual, y se transforma en un análisis prospectivo de la capacidad de gestionar, ante diferentes escenarios de estrés, el nivel de capital de las entidades.

Por todo ello, el ejercicio de adaptación a la nueva norma, dejando incluso de lado la propia esencia dinámica de la misma, que podrá ir adaptándose a las necesidades del entorno, es un ejercicio continuo en el tiempo, en el que el desarrollo de nuevas líneas de negocio o la adaptación de los procesos de negocio deberán llevar siempre consigo el análisis, la medición y la gestión del riesgo como el núcleo de cualquier redefinición de la actividad.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2006). *Implantación y validación de enfoques avanzados de Basilea II en España*, junio.
- (2008a). *Circular 3/2008, a las entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos*, mayo.
- (2008b). *Guía del proceso de autoevaluación del capital de las entidades de crédito PAC*, junio.
- CARUANA, J. (2008). «Regulación e innovación en la reciente crisis financiera», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 14, mayo, Banco de España, pp. 9-21.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S., y S. GARCÍA MORA (2008). «Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 15, noviembre, Banco de España, pp. 55-72.
- GIL, G., y J. SEGURA (2007). «La supervisión financiera: situación actual y temas para debate», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 12, mayo, Banco de España, pp. 9-40.
- MARTÍN BARRAGÁN, E., y V. SANTILLANA (2007). «Riesgo de crédito: retos ante la nueva circular de solvencia», *Análisis Financiero Internacional*, Afi, n.º 27, primer trimestre, pp. 15-28.
- POVEDA, R. (2006). *Basilea II*, FUNCAS.
- RESTOY, F. (2008). «Lecciones para la regulación y la supervisión financieras», en Analistas Financieros Internacionales, *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*.
- VARGAS, F., y J. M. LAMAMIÉ DE CLAIRAC (2008). «La nueva circular sobre solvencia de las entidades de crédito: contenido e impacto sobre la labor supervisora del Banco de España», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 15, noviembre, Banco de España, pp. 73-97.





LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES BANCARIAS  
COTIZADAS EN ESPAÑA EN 2004-2007. ANÁLISIS COMPARADO CON EL MERCADO  
CONTINUO

Rafel Crespí Cladera y Bartolomé Pascual Fuster (\*)

(\*) Rafael Crespí Caldera y Bartolomé Pascual Fuster pertenecen a la Universitat de les Illes Balears. Los autores agradecen los comentarios y sugerencias del Dr. Vicente Salas. Es importante mencionar la disponibilidad de la CNMV en el proceso de transferencia de datos de los IAGC.  
Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## Las prácticas de gobierno corporativo de las entidades bancarias cotizadas en España en 2004-2007. Análisis comparado con el mercado continuo

Este trabajo describe la implantación de las principales prácticas de gobierno corporativo entre los bancos españoles que cotizan en bolsa en comparación con la difusión de dichas prácticas en el conjunto de sociedades cotizadas en el mercado continuo español. La exposición sigue de cerca la clasificación de prácticas de buen gobierno corporativo que propone el Código Unificado al que las empresas cotizadas han adaptado su informe anual de gobierno corporativo por primera vez en el ejercicio económico de 2007: estructura de propiedad, composición y funcionamiento del consejo de administración, derechos de los accionistas y aplicación del principio de cumplir o explicar. Los resultados del análisis ponen de manifiesto el alto grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado entre las sociedades españolas cotizadas en general y entre los bancos en particular. También se comprueba la gran influencia que tiene la estructura de propiedad (concentración accionarial, capital flotante) y el tamaño de la empresa cuando se trata de explicar las diferencias en la composición y funcionamiento de los consejos de unas empresas y otras. Los bancos presentan algunas peculiaridades respecto del resto de sociedades, como un mayor grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado. Otra diferencia es la relevancia de las operaciones vinculadas de carácter financiero y, muy especialmente, en las sociedades controladas por las entidades bancarias.

### 1 Introducción

Durante los últimos años, en todo el mundo, y también en España, ha existido un gran interés social en cómo conseguir una adecuada protección de los intereses de los inversores financieros de las empresas cuando estos inversores no participan directamente en la gestión de las mismas y ceden a otros, los directivos profesionales, las decisiones sobre el uso de los recursos que contribuyen a financiar. El debate alrededor de la relación entre propiedad y control de la empresa se ha resumido principalmente en propuestas sobre cómo estructurar y conducir el gobierno de las sociedades cotizadas, paradigma de empresa donde el inversor financiero está ausente de la gestión. Pueden verse Shleifer y Vishny (1997), Becht et ál. (2003) o Gutiérrez (2003) para una discusión general del tema. El interés más reciente por el gobierno de las sociedades cotizadas, de modo que se consiga el mejor aprovechamiento posible de la oportunidad para diversificar y compartir riesgos que ofrece la sociedad anónima cotizada y, al mismo tiempo, se ocupen de la gestión personas con elevada competencia profesional en esas materias, surge a partir de experiencias negativas de clara desprotección de los inversores financieros y de otros colectivos que se relacionan con las empresas. Las respuestas incluyen cambios legislativos, como nuestra Ley de Transparencia, e iniciativas que promueven una autorregulación acompañada de exigencias de transparencia para quienes asumen la máxima responsabilidad en las empresas cotizadas, en especial la elaboración de códigos sobre buenas prácticas de gobierno corporativo. El Código Olivencia, el Informe Aldama y el Código Unificado son las principales iniciativas en este ámbito de la autorregulación impulsadas en los últimos años en España.

Las entidades financieras, en cuanto emisoras de títulos en los mercados organizados de capitales, se han visto afectadas por el debate y las iniciativas puestas en marcha para el fomento del buen gobierno corporativo. Aunque hay argumentos para justificar algunas singularidades del gobierno corporativo de las entidades financieras como bancos y cajas, en general las recomendaciones sobre buenas prácticas de gobierno corporativo contenidas en los códigos se han trasladado en un plano de igualdad con el del resto de sociedades a los bancos cotizados en la bolsa española, aun cuando sus decisiones operativas afecten a las empresas, los ahorradores y sus propios accionistas [véase Salas Fumás (2003)]. Por tanto, los

bancos españoles cotizados se han visto afectados por las mismas obligaciones de transparencia para dar cuenta pública del grado de cumplimiento de los códigos de buen gobierno que el resto de sociedades cotizadas. Para las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, la Ley 26/2003 también establece que informen sobre sus prácticas de gobierno corporativo de acuerdo con las especificaciones de un modelo establecido por la CNMV<sup>1</sup>.

El presente trabajo recoge de forma ordenada y comentada las prácticas de buen gobierno declaradas por los bancos españoles cotizados en su informe anual presentado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en cumplimiento de las normas vigentes (Informe Anual de Gobierno Corporativo o IAGC). La información se extiende al período 2004-2007, años en que la obligación de elaborar un informe anual sobre gobierno corporativo ha estado vigente para todas las sociedades cotizadas. Se da la circunstancia adicional de que el ejercicio de 2007 es el primero para el cual las empresas han tenido que elaborar el IAGC siguiendo las pautas marcadas por el Código Unificado, que suponen un cambio importante con respecto a las pautas de buen gobierno que había marcado hasta ese año el Código Olivencia, el primero vigente en España. Esta circunstancia permite comparar el cambio que ha supuesto para las sociedades cotizadas españolas, y de modo especial para los bancos cotizados, la adopción de las recomendaciones del Código Unificado, en comparación con las prácticas de cuando estaba vigente el código anterior. La especial referencia a las prácticas de gobierno corporativo entre las entidades bancarias, y su comparación con el resto de sociedades, distinguen este trabajo de otros informes publicados sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas en España, por ejemplo, los informes anuales de Gobierno Corporativo que elabora la CNMV, o el Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, de la Fundación de Estudios Financieros<sup>2</sup>.

El colectivo de bancos españoles cotizados lo forman catorce entidades que difieren en cuanto a dimensión y grado de independencia. Para responder a esta heterogeneidad, que, es de esperar, condicionará las prácticas de gobierno corporativo de las entidades, el colectivo de los catorce bancos se agrupa en tres categorías, de manera que las prácticas de gobierno corporativo se presentan separadas para cada categoría. Los dos grandes bancos, Santander y BBVA; el resto de bancos independientes (cinco), y los bancos dependientes o integrados en un grupo financiero (los siete restantes). Puesto que los bancos son a su vez accionistas significativos, y en ciertos casos accionistas de control, en sociedades no bancarias, resulta de interés conocer, además de las prácticas que implantan en las propias entidades, las que inducen para que se apliquen en las empresas donde tienen influencia para ello. Bajo esta premisa, de forma separada se presenta también la información acerca del cumplimiento de las prácticas de buen gobierno en sociedades cotizadas que tienen a un banco como accionista de referencia.

El resto del trabajo se inicia con una breve descripción de las bases de datos y la metodología seguida en la recopilación de la información disponible. A continuación se presentan los resultados de la recopilación de prácticas y características del gobierno corporativo para las distintas agrupaciones de empresas bancarias y no bancarias. La exposición se refiere principal-

---

1. La Ley 26/2003 y, en su desarrollo, la Orden Ministerial ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, proponen un contenido de los informes que recoge la peculiaridad de las cajas de ahorros. 2. En la colección Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, los números 19 y 22 se refieren a los resultados del Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español publicados en los años 2006 y 2007.

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	GRANDES	PEQUEÑAS	TOTAL
Dos grandes bancos	2	0	2
Resto de bancos independientes	4	1	5
Bancos no independientes	3	4	7
Sociedades con control de bancos	4	5	9
Resto de sociedades	40	45	85
<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>108</b>

NOTA: Distribución de la muestra de sociedades analizadas separando entidades bancarias del resto de sociedades, y distribuidas por tamaño. Sociedades pequeñas corresponden a aquellas con menos de 1.000 millones de euros de capitalización (diciembre de 2007), y las grandes, a aquellas que superan este nivel de capitalización.

mente a la estructura de propiedad, la composición del consejo de administración, la condición de consejeros independientes, el funcionamiento del consejo de administración, la remuneración del consejo de administración, la junta de accionistas y sus derechos, y el cumplimiento o la explicación del seguimiento del Código Unificado. El trabajo finaliza con un breve apartado a modo de resumen y conclusiones.

## 2 Metodología y muestra

Las fuentes de información utilizadas para la elaboración del trabajo son públicas y homogéneas, y se nutren básicamente de los IAGC de los ejercicios 2004, 2005, 2006 y 2007 disponibles en los registros de la CNMV.

El tratamiento y depuración de los ficheros de los informes facilitados por la CNMV se realiza mediante la codificación precisa de las sociedades, de los socios partícipes, de los consejeros, de sus representantes, de las sociedades participadas, etc. Esta depuración permite el cómputo detallado de las tipologías de consejeros, sus relaciones con otras empresas y con los accionistas significativos. Asimismo, los datos de gobierno para todas las sociedades se cruzan con otras informaciones de mercado para aquellas variables construidas sobre la base de actividad del mercado continuo, como el volumen de acciones de cada sociedad negociado anualmente, o el beneficio extraído de sus cuentas de resultados. Esta información de variables de mercado se obtiene de la base de datos Thomson One Banker.

La población de partida la componen todas las sociedades incluidas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) al final de los ejercicios 2004, 2005, 2006 y 2007, excluyendo las sociedades del Latlbex. Las restantes sociedades, incluidas en el segmento principal, *fixing* y nuevo mercado, son depuradas suprimiendo aquellas que no facilitan el IAGC estandarizado a la CNMV. El resultado de este proceso de depuración se concreta en una muestra de 108 sociedades para las que se dispone de información en los cuatro ejercicios mencionados. De entre estas sociedades, catorce son entidades bancarias. La heterogeneidad del colectivo de entidades bancarias hace recomendable agrupaciones más acordes con las características susceptibles de influir en sus prácticas de gobierno corporativo, que tienen relación con su tamaño y estructura de propiedad (véase cuadro 1).

La composición de las agrupaciones de entidades bancarias clasifica al Banco Santander y al Banco Bilbao Vizcaya Argentaria como los «dos grandes bancos»; Banco Popular, Bankinter, Banco de Sabadell, Banco Guipuzcoano y Banco Pastor forman el grupo «resto de ban-

cos independientes». Los bancos catalogados como «no independientes» son Banesto, Banco de Valencia y los bancos regionales del Grupo Banco Popular: Banco de Crédito Balear, Banco de Vasconia, Banco de Castilla, Banco de Galicia y Banco de Andalucía.

El colectivo de empresas no bancarias donde un banco tiene una presencia significativa incluye a las empresas dentro de las 94, que cumplen la condición de que el primer accionista es una entidad bancaria con un porcentaje superior al 10% o bien, sin ser el mayor accionista, una entidad bancaria posee un 20% de las acciones o más. El resto de sociedades, que en 2007 son 85, entrarían bajo la etiqueta de «sin control bancario».

### 3 Prácticas y características del gobierno corporativo

#### 3.1 ESTRUCTURA ACCIONARIAL

En general, la estructura accionarial de las sociedades españolas cotizadas presenta unos elevados índices de concentración (véase cuadro 2), situación que perdura en el tiempo. Una de las pocas excepciones a esa elevada concentración la constituyen los dos grandes bancos donde el accionista principal se mantiene por debajo del 2% de las acciones hasta 2007, cuando, en promedio, la participación de ese accionista se eleva hasta el 4,4%<sup>3</sup>. El resto de bancos independientes mantiene la elevada concentración accionarial de la propiedad, aunque, en promedio, esa concentración es menor que la del conjunto de empresas sin influencia bancaria (por ejemplo, el primer accionista de estos bancos tiene algo más del 30% de las acciones, en promedio, mientras que ese mismo promedio para todas las empresas está en el entorno del 50% de las acciones). Como era de esperar, los bancos que forman parte de un grupo y, por tanto, no son independientes muestran una alta concentración accionarial (más del 80% del capital en manos del banco que controla), aunque entre ellos también existen diferencias, pues las filiales del Banco Popular tienen una participación accionarial del accionista de control superior a la que se observa en el resto de bancos dependientes.

Con la excepción de los dos grandes bancos, cuya estructura accionarial dispersa se acerca a la que ha dominado entre las sociedades de los países anglosajones (como Estados Unidos y el Reino Unido), el resto de bancos y sociedades no financieras cotizadas en España muestra un patrón accionarial acorde con el modelo propio de los mercados de valores de los países de Europa Continental, donde predomina la alta concentración. La alta concentración va unida en sentido opuesto con el porcentaje de capital flotante de las empresas, es decir, capital que no está en manos de accionistas con participación significativa y, como tal, es negociable como paquete que permite influir en el control de la sociedad cotizada (véase cuadro 3). En este sentido, se aprecia que el volumen de contratación de las 108 sociedades analizadas es similar a la magnitud de su capitalización total (96%). En el supuesto de que dicha actividad de contratación solo fuera imputable al *free float*, su rotación es cercana a las 2,6 veces el valor de mercado de este capital flotante. Las magnitudes para las tipologías de bancos consideradas son altamente heterogéneas. Los dos grandes bancos rotan 1,2 veces su capitalización, similar al resto de bancos independientes cuando controlamos por su proporción de *free float*. Muy dispar es la actividad de contratación de los bancos dependientes, con niveles significativamente bajos para los bancos regionales del Grupo Popular, que apenas presentan actividad de contratación. El mayor tamaño medio de los bancos independientes, combinado con la mayor proporción de capital flotante, explica en parte su menor rotación en relación con la rotación media en el total de la muestra.

La heterogeneidad de estructuras accionariales entre los grupos de entidades bancarias en que se divide el colectivo deberá tenerse muy en cuenta cuando se presente la evidencia

---

3. Este incremento se explica por la disposición de comunicar participaciones significativas por encima del 5%, además de las participaciones de los consejeros. En el ejercicio 2007, en el BBVA aparece por primera vez la declaración de una participación que supera esta barrera del 5%, lo cual tiene un impacto relevante sobre el valor medio de los dos grandes bancos.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

CUADRO 2

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004	2005	2006	2007
<b>PANEL A: PROMEDIO MAYOR ACCIONISTA</b>				
Dos grandes bancos	1,6	1,8	1,8	4,4
Resto de bancos independientes	30,3	31,4	30,4	33,9
Bancos no independientes	83,5	83,6	84	84,2
Sociedades con control de bancos	48,7	47,3	54,5	48,9
Resto de sociedades	44,9	46	47,4	49,8
<b>Total</b>	<b>46,4</b>	<b>47,1</b>	<b>48,6</b>	<b>50,3</b>
<b>PANEL B: PORCENTAJE DE SOCIEDADES CON ACCIONISTA &gt; 25%</b>				
Dos grandes bancos	0	0	0	0
Resto de bancos independientes	20	20	20	20
Bancos no independientes	100	100	100	100
Sociedades con control de bancos	38,5	36,4	44,4	33,3
Resto de sociedades	50,6	47,6	51	54,2
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>47,7</b>	<b>51,3</b>	<b>52,9</b>

NOTA: Panel A: valor medio de la participación accionarial del mayor accionista, que incluye participaciones directas e indirectas; panel B: porcentaje de sociedades en cada tipología que tiene un accionista significativo con un porcentaje de los derechos de voto igual o superior al 25%.

## VOLUMEN DE CONTRATACIÓN Y CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD

CUADRO 3

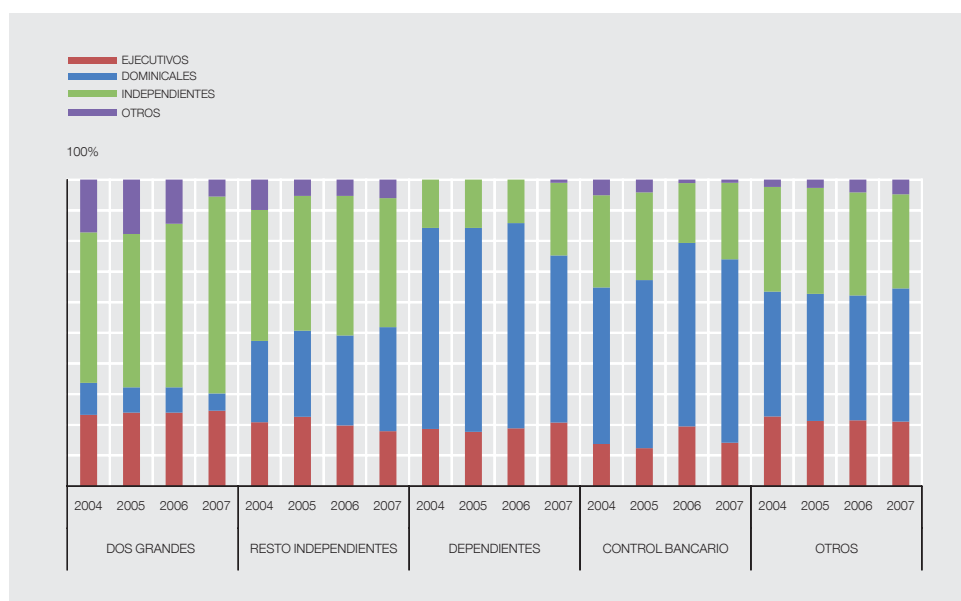
TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	FREE FLOAT	% VOLUMEN CONTRATACIÓN SOBRE	
		TOTAL ACCIONES	FREE FLOAT
Dos grandes bancos	95,3	120	126
Resto de bancos independientes	52,5	56,7	118,4
Bancos no independientes	7,7	2,2	28,9
Sociedades con control de bancos	46,9	121,1	235
Resto de sociedades	38,3	118,3	309,9
<b>Total</b>	<b>38,4</b>	<b>96,7</b>	<b>259,6</b>

NOTA: Mediana del porcentaje de capital flotante en el ejercicio 2007. El capital flotante se calcula como la proporción del accionariado que no está en manos de accionistas significativos ni de consejeros. El volumen de contratación anual se relaciona con la capitalización de las sociedades, sobre el total de acciones y sobre el volumen de acciones que corresponden al capital flotante o *free float*.

posterior en la medida que la tipología de consejeros que forman parte del consejo de administración, la composición de las comisiones de dicho consejo o la proporción de consejeros independientes, por ejemplo, están muy condicionadas por el grado de concentración accionarial.

3.2 COMPOSICIÓN DEL  
CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

La composición del consejo de administración muestra una notable estabilidad temporal a lo largo de los cuatro años y para el conjunto de empresas (véase gráfico 1). Como era de esperar, en los dos grandes bancos se constata la escasa presencia de consejeros dominicales, en concordancia con la inexistencia de accionistas significativos entre su accionariado. Por



NOTA: Valor medio del porcentaje de miembros del consejo de administración de las sociedades analizadas agrupados en diferentes categorías: ejecutivos, dominicales, independientes y clasificados como otros.

otra parte, los accionistas dominicales predominan entre los bancos dependientes, una situación acorde con su condición de empresas filiales. Este patrón es especialmente marcado en los bancos regionales del Grupo Banco Popular, que solo cuentan con consejeros independientes en el ejercicio 2007. Las sociedades con control bancario se diferencian de las otras sociedades no bancarias básicamente por la menor presencia de consejeros ejecutivos y la elevada presencia de consejeros dominicales.

La pregunta relevante acerca de la composición del consejo de administración es saber si en dicha composición se reproduce con mayor o menor fidelidad la estructura accionarial de la sociedad. Para responder a la pregunta, se utilizan dos variables: [1] el porcentaje de consejeros dominicales sobre el porcentaje de capital que poseen los grandes accionistas (accionistas significativos y consejeros); y [2] el porcentaje de consejeros independientes sobre el porcentaje de capital flotante. Para evitar las distorsiones en la medida que pueden ocasionar los valores extremos de la ratio correspondiente, los valores que se muestran en el cuadro 4 corresponden a la mediana de la distribución.

Del cuadro 4, para el conjunto de 108 sociedades, se desprende que la sobrerrepresentación del capital en manos de grandes accionistas mediante consejeros dominicales se da en las sociedades con una estructura de propiedad más dispersa, mientras que la sobrerrepresentación del capital flotante mediante consejeros independientes se produce en las que cuentan con una estructura de propiedad concentrada. En general, se detecta una infrarrepresentación de consejeros independientes en relación con el capital flotante en los bancos analizados, excepto en el caso de los bancos dependientes en 2007. Las filiales del Banco Popular incorporan consejeros independientes en 2007 y apenas cuentan con capital flotante. Los accionistas significativos no disponen de la proporción de consejeros dominicales que su participación supone, excepto en el caso de los dos grandes bancos y en las sociedades con control bancario. Recomendaciones de buen gobierno de tipo cuantitativo, como la de que un tercio del consejo esté constituido por consejeros independientes, pueden explicar estas desproporciones.



TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004		2005		2006		2007	
	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
Dos grandes bancos	4,6	0,5	3,4	0,5	3,3	0,5	1,4	0,7
Resto de bancos independientes	0,8	0,6	0,9	0,6	0,8	0,6	0,8	0,7
Bancos no independientes	0,8	0,0	0,9	0,0	0,9	0,0	0,6	3,1
Sociedades con control de bancos	1,1	0,9	1,2	0,6	1,0	0,5	1,1	0,8
Resto de sociedades	0,9	0,6	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8
<b>Total</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>

NOTA: Mediana en cada grupo de sociedades [1] del porcentaje de consejeros dominicales en el consejo de administración sobre el porcentaje de capital en manos de grandes accionistas (accionistas significativos más participación de los miembros del consejo de administración), y [2] del porcentaje de consejeros independientes sobre el porcentaje de capital flotante.

### 3.3 LA CONDICIÓN DE CONSEJEROS INDEPENDIENTES

Una de las iniciativas de las que más se espera para mejorar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas es impulsar la figura del consejero independiente, que, supuestamente, debe ser quien defiende los intereses de la empresa en su conjunto y, con ello, los intereses de su capital «ausente». Hasta 2007, con la entrada en vigor del Código Unificado (CU), las empresas cotizadas en el mercado de valores español tenían un amplio margen de discreción para calificar a un consejero como independiente. El CU cambia esa situación, y el apartado III, punto 5, de dicho Código establece una definición no interpretativa de las condiciones que, de concurrir en un consejero, impiden a la empresa incluirlo entre los independientes.

De forma resumida, el CU establece que no podrán considerarse consejeros independientes:

- a) Empleados en los últimos tres años, o consejeros ejecutivos en los últimos cinco años en la sociedad, su grupo o sociedad que sea accionista significativo de la primera.
- b) Quienes perciban remuneración significativa de la sociedad en concepto diferente al de consejero.
- c) Quienes hayan sido responsables del informe de auditoría (o socios del auditor externo) los tres últimos años.
- d) Quienes tengan la condición de consejero ejecutivo (o alto directivo) en otra sociedad en la que coincidan con algún consejero ejecutivo de la sociedad.
- e) Quienes mantengan una relación de negocios importante con la sociedad, con una empresa del grupo o con un accionista significativo de la primera. Se considera la prestación de bienes y servicios y la consultoría como relación de negocio.
- f) Quienes sean accionistas significativos o ejecutivos de una entidad que haya recibido donaciones significativas de la sociedad en los tres últimos años (también se incluyen las donaciones de accionistas significativos de la sociedad).
- g) Quienes mantengan parentesco (o relación afectiva) con algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad, sociedad del grupo o sociedad que a su vez sea accionista significativo de la primera, incluso con sus consejeros dominicales.

- h) Quienes no hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o para su renovación, por la Comisión de Nombramientos.
- i) Quienes hayan sido consejeros dominicales de la sociedad sin que el accionista de referencia haya enajenado la totalidad de sus acciones en la sociedad.

No es el objetivo de esta sección del estudio comprobar si las sociedades cumplen o no escrupulosamente con todos y cada uno de los preceptos de la definición vinculante de consejero ejecutivo. La primera razón es que esta es una competencia, en su caso, del organismo regulador. La segunda razón es que, con la información pública de que disponemos, no es posible determinar con exactitud si se respeta escrupulosamente o no cada uno de los requisitos mencionados<sup>4</sup>.

Sin embargo, la filosofía que subyace en esta definición vinculante, otras recomendaciones incluidas en el propio CU, recomendaciones contenidas, por ejemplo, en las *Corporate Governance Rules* de la NYSE<sup>5</sup>, los principios de la OCDE o trabajos como los de Santella et ál. (2007) puede abordarse con información facilitada por las sociedades. Efectivamente, el IAGC depositado en la CNMV incluye informaciones acerca de los consejeros independientes, sus operaciones y relaciones con la sociedad y sus accionistas significativos, entre otras. En este contexto es posible mostrar un conjunto de siete situaciones en las que se pueden encontrar los consejeros independientes, que no indican necesariamente que incumplen la definición vinculante de su catalogación como tales. Sin embargo, estas situaciones ponen en el límite su carácter de independientes.

Las siete situaciones susceptibles de medida en relación con el nombramiento, actividades y relaciones de los consejeros independientes son:

- 1 No haber sido propuesto por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones (CNR). En algunos casos, esta circunstancia se deduce de la ausencia de dicha comisión en la sociedad<sup>6</sup>.
- 2 Llevar más de 12 años en el cargo. Es una recomendación del CU que toma en consideración la fecha de nombramiento, aunque fuera como consejero de otro tipo.
- 3 Realizar operaciones catalogadas como vinculantes con la sociedad en la que sirve como consejero independiente o con las sociedades del grupo de la misma.
- 4 Ocupar cargos en las sociedades que son accionistas significativos de la sociedad en la que figura como consejero independiente.
- 5 Mantener otras relaciones significativas con los accionistas significativos de la sociedad.

---

4. No disponemos de información, por ejemplo, acerca de la relación o no como empleado en la sociedad en los tres últimos años, o de su responsabilidad con el informe de auditoría, o del grado de «significatividad» de sus operaciones con la sociedad. 5. *Final corporate governance rules*, de la New York Stock Exchange, aprobadas por la SEC el 4 de noviembre de 2003. 6. En relación con este criterio, el nuevo formato de IAGC vigente a partir de 2007 no requiere a las sociedades que comuniquen qué órgano o comisión ha propuesto el nombramiento de los consejeros independientes. Dado que es un requisito de la definición vinculante la propuesta por parte de la comisión de nombramientos y retribuciones, en este trabajo se supone que, a partir de este ejercicio, todos los consejeros independientes cumplen este primer criterio. Solo se consideran dos excepciones: si la sociedad en cuestión no dispone de este tipo de comisión, o si la sociedad informó de propuesta por otro órgano o comisión en 2006 y el consejero no ha sido renombrado en 2007.

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004		2005		2006		2007	
	NÚM. INDEP.	SIETE SITUAC. (%)	NÚM. INDEP.	SIETE SITUAC. (%)	NÚM. INDEP.	SIETE SITUAC. (%)	NÚM. INDEP.	SIETE SITUAC. (%)
Dos grandes bancos	16	87,5	16	75,0	17	47,1	20	45,0
Resto de bancos independientes	26	57,7	27	59,3	28	67,9	25	68,0
Bancos no independientes	15	86,7	15	86,7	15	60,0	18	61,1
Sociedades con control de bancos	45	55,6	35	42,9	24	70,8	28	50,0
Resto de sociedades	284	73,9	297	65,7	306	65,0	286	51,0
<b>Total</b>	<b>386</b>	<b>71,8</b>	<b>390</b>	<b>64,4</b>	<b>390</b>	<b>64,6</b>	<b>377</b>	<b>52,3</b>

NOTA: Número total de consejeros independientes declarados por las empresas de cada grupo analizado y el porcentaje de los mismos que se encuentra en alguna de las siete situaciones analizadas. Ello es indicativo de que, o bien no han sido propuestos por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, o llevan más de 12 años en el cargo, o declaran operaciones vinculadas con la sociedad, o bien ocupan algún cargo en sociedades que son accionistas significativos, o mantienen relaciones significativas con accionistas significativos de la sociedad, u ostentan cargos en sociedades del grupo o se trata de una persona jurídica.

6 Ostentar cargos en las sociedades del grupo de la sociedad en la que figura como consejero independiente.

7 La titularidad de consejero corresponde a una persona jurídica.

En el cuadro 5 se muestra el resumen comparativo del número total de consejeros independientes por tipo de sociedad y el porcentaje de los mismos que se encuentra en alguna de las siete situaciones que potencialmente comprometerían su independencia.

El cuadro 5 evidencia cómo una proporción significativa de consejeros independientes se encuentra en alguna de las siete situaciones que comprometen su independencia, si bien esa proporción se va reduciendo en el tiempo, lo cual sugiere que la figura de consejero independiente se afianza entre las sociedades españolas cotizadas. La reducción en la proporción de consejeros independientes afectados por alguna de las situaciones es especialmente notoria en el colectivo de grandes bancos.

Aunque todas las situaciones afectan a alguna de las sociedades de la muestra, la condición que se incumple en mayor número de casos es la que establece que el consejero debe ser elegido por el consejo a propuesta de la CNR. En 2007, existen 210 consejeros independientes, de un total de 377, que no han sido propuestos por la CNR en el conjunto de las 108 sociedades. La gran mayoría de estos consejeros fueron nombrados con anterioridad al año 2007 en que entra en vigor el CU.

Tal como se pone de manifiesto en el cuadro 6, según los datos recogidos en los informes de gobierno corporativo del año 2007, en todas las categorías de empresas existe un número significativo de casos en los que los consejeros calificados como independientes por las empresas se hallan en alguna de las siete condiciones anteriores. La circunstancia de que hay consejeros considerados independientes que no han sido nombrados por la CNR se da también entre los dos grandes bancos, mientras que ninguno de los bancos dependientes estaría afectado por ella. Del conjunto de información que se muestra en el cuadro 6 se concluye que no hay diferencias significativas entre los bancos y el resto de sociedades no bancarias. La condición de banco dependiente parece estar marcando en gran medida las prácticas de gobierno corporativo si tenemos en cuenta que en este colectivo de bancos no existen con-

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	NÚM. INDEPEND.	[1,...,7] (%)	[1] (%)	[2] (%)	[3] (%)	[4] (%)	[5] (%)	[6] (%)	[7] (%)
Dos grandes bancos	20	45,0	30,0	0,0	15,0	0,0	0,0	5,0	0,0
Resto de bancos independientes	25	68,0	44,0	24,0	4,0	0,0	4,0	20,0	0,0
Bancos no independientes	18	61,1	0,0	16,7	0,0	16,7	0,0	11,1	27,8
Sociedades con control de bancos	28	50,0	32,1	25,0	0,0	3,6	0,0	7,1	3,6
Resto de sociedades	286	51,0	29,4	14,7	5,9	0,7	2,4	13,6	2,8
<b>Total</b>	<b>377</b>	<b>52,3</b>	<b>55,7</b>	<b>15,4</b>	<b>5,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>13,0</b>	<b>3,7</b>

NOTA: Esta tabla presenta el número total de consejeros independientes según las sociedades en cada grupo analizado, y el porcentaje de éstos afectados por alguna de las siete situaciones. La expresión [1,...,7], indica el porcentaje que resulta al aplicar las siete situaciones simultáneamente. [1] es el porcentaje de consejeros independientes no propuestos por la CNR. [2] es el porcentaje de estos que llevan más de 12 años en el cargo. [3] es el porcentaje de independientes que declaran operaciones vinculadas con la sociedad. [4] es el porcentaje que ocupan cargos en sociedades que son accionistas significativos. [5] es el porcentaje de independientes que declaran relaciones con accionistas significativos de la sociedad. [6] es el porcentaje de los mismos que ostentan cargos en sociedades del grupo. [7] es el porcentaje de consejeros independientes como persona jurídica.

sejeros independientes que realicen operaciones vinculadas con la sociedad, ni tampoco consejeros que declaran mantener relaciones con accionistas significativos; por último, en el colectivo de bancos dependientes hay consejeros independientes que ocupan cargos directivos en las sociedades que son accionistas significativos de la sociedad. Dada la importancia cuantitativa de consejeros independientes no propuestos (ni renovados) por la CNR, y la progresiva implantación de esta comisión entre las sociedades del mercado continuo, que pasa de estar presente en el 73,1% de las sociedades en 2004 a hacerlo en el 90,7% en 2007, el estudio de los nuevos nombramientos de cada ejercicio cobra importancia. Efectivamente, es frecuente la situación de consejeros independientes nombrados con anterioridad a la existencia de CNR en la sociedad y, por tanto, que incumplen este criterio. Entre los nuevos nombramientos de consejeros independientes en cada ejercicio se determina cuáles se encuentran en alguna de las siete situaciones, además de comprobar una octava situación, y es que el consejero ya lo fuera anteriormente en otra categoría. Es importante recalcar que no se trata de una comprobación del cumplimiento de la definición vinculante<sup>7</sup>. La situación [8] contemplada en este cuadro es más sencilla, y recoge los casos de consejeros independientes que, en el ejercicio anterior, estaban catalogados como ejecutivos, dominicales u otros.

En el cuadro 7 aparece junto al número de nuevos consejeros independientes el porcentaje de los mismos que se encuentra en alguna de las ocho situaciones descritas<sup>8</sup>. El cómputo conjunto de estas ocho situaciones que afectan a los nuevos nombramientos de consejeros independientes en cada ejercicio vuelve a mostrar cómo la más sensible se refiere a la propuesta por la CNR, excepto en 2007. La segunda situación más común es la de estar catalogado como consejero de otro tipo en la misma sociedad el año anterior a su nombramiento como consejero independiente, que en 2007 pasa a ser la situación más frecuente.

Del cuadro 7 se desprende que todos los nuevos consejeros independientes de los bancos en 2007 han sido propuestos por la CNR. Sin embargo, esto no ha sido así en los ejercicios anteriores. Todas las categorías de bancos analizadas han nombrado a consejeros independientes no propuestos por esta comisión en los años objeto de estudio. No se desprende un

7. En la definición vinculante solo se restringe la catalogación de independientes a los que en los cinco años anteriores fueran consejeros ejecutivos o dominicales cuya accionista de referencia ya no es partícipe. 8. Al no disponer de información sobre la composición de los consejos en 2003, solo se pueden computar los datos de los nuevos nombramientos de consejeros independientes a partir de 2005.

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2005				2006				2007			
	NÚM. NUEVOS	[1,...,8] (%)	[1] (%)	[8] (%)	NÚM. NUEVOS	[1,...,8] (%)	[1] (%)	[8] (%)	NÚM. NUEVOS	[1,...,8] (%)	[1] (%)	[8] (%)
Dos grandes bancos	1	0,0	0,0	0,0	2	50,0	50,0	50,0	5	60,0	0,0	60,0
Resto de bancos independientes	4	75,0	0,0	75,0	3	100,0	100,0	33,3	3	33,3	0,0	33,3
Bancos no independientes	1	100,0	100,0	0,0	3	66,7	0,0	33,3	1	100,0	0,0	80,0
Sociedades con control de bancos	7	28,6	14,3	14,3	0				5	80,0	0,0	80,0
Resto de sociedades	39	38,5	30,8	10,3	45	71,1	42,2	20,0	50	38,0	2,0	26,0
<b>Total</b>	<b>52</b>	<b>40,4</b>	<b>26,9</b>	<b>15,4</b>	<b>53</b>	<b>71,7</b>	<b>43,4</b>	<b>22,6</b>	<b>68</b>	<b>47,1</b>	<b>1,5</b>	<b>36,8</b>

NOTA: Número total de consejeros independientes nuevos de 2007 declarado por las sociedades en cada grupo analizado. La expresión [1,...,8] indica el porcentaje de los mismos en alguna de las ocho situaciones descritas. [1] es el porcentaje de consejeros independientes en la primera situación. Primera situación: no ser propuestos por la CNR. Segunda situación: llevar más de 12 años en el cargo. Tercera situación: realizar operaciones vinculadas con la sociedad. Cuarta situación: ocupar cargos en sociedades que son accionistas significativos. Quinta situación: mantener relaciones significativas con accionistas significativos de la sociedad. Sexta situación: ostentar cargos en sociedades del grupo. Séptima situación: no ser una persona física. Octava situación: ser consejero de la sociedad el año anterior a su nombramiento como consejero independiente.

comportamiento diferente al del resto de sociedades no bancarias. Respecto al octavo criterio analizado, se observa cómo es habitual recalificar a miembros del consejo de administración no ejecutivos como consejeros independientes. Los bancos no se diferencian del resto de sociedades en este aspecto.

Es importante recordar que estas situaciones no recogen estrictamente la definición vinculante de consejero independiente. Estas situaciones recogen aspectos susceptibles ser interpretados como poco acordes con el concepto de consejero independiente. En ningún caso estas situaciones han sido ponderadas en su intensidad: por ejemplo, ya sea por el importe de la operación vinculada o por el grado de parentesco. Sin embargo, en el formato del IAGC de 2007 las sociedades comunican si sus consejeros independientes están en este tipo de situaciones, pero las interpretan como poco relevantes, y mantienen la catalogación de consejeros independientes. Ninguna sociedad bancaria ni controlada por bancos ha comunicado estas situaciones en 2007.

#### 3.4 FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Desde el buen gobierno corporativo se defiende un equilibrio de poder en los órganos de gobierno de la sociedad cotizada. Una de las manifestaciones de dicho equilibrio es que la presidencia del consejo de administración de la sociedad recaiga en una persona distinta de la persona que tiene atribuida la función de primer ejecutivo de la compañía. El IAGC de las sociedades analizadas trata de forma especial esta problemática, de modo que las sociedades indican si el presidente del consejo es el primer ejecutivo de la compañía. Esta figura de primer ejecutivo de la compañía no siempre recae en el consejero delegado. Por ejemplo, en el Banco Santander, la misma sociedad califica en su IAGC como primer ejecutivo de la compañía a su presidente, aunque sea el consejero delegado quien se encarga de la gestión diaria de las diferentes áreas de negocio. Las sociedades pueden explicar estas situaciones o no. En consecuencia, la detección de la concentración de poder se analiza de forma homogénea a partir de los datos del IAGC, que menciona si el presidente del consejo es, además, el primer ejecutivo de la compañía, sin entrar a detallar si es el consejero delegado o no.

Esta circunstancia se da para los dos grandes bancos, para cuatro de los cinco independientes (tres en 2004 y 2005), y para uno de los no independientes; en ningún caso, para la banca filial del Banco Popular.

El buen gobierno corporativo ofrece otras alternativas, además de separar los puestos de presidente del consejo y primer ejecutivo en dos personas distintas, para equilibrar la distribución de poder en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas. En el IAGC, la mayoría de las sociedades cotizadas (todos los bancos) donde el presidente del consejo es el primer ejecutivo informan de distintas medidas que se ponen en marcha con el propósito de conseguir un cierto equilibrio de poderes. Una de estas medidas se refiere a la posibilidad efectiva de los consejeros independientes de moderar el poder efectivo del presidente del consejo; por ejemplo, a través de ocupar puestos como el de vicepresidente primero del consejo. Entre las entidades bancarias de la muestra, la condición de independiente se cumple para el vicepresidente primero o todos los vicepresidentes en un banco de los grandes, en un banco independiente y en un banco dependiente.

El nuevo formato del IAGC de 2007 incluye la pregunta de si hay algún consejero independiente con poderes especiales, como, por ejemplo, el de convocar al consejo de administración o el de proponer puntos en el orden del día no previstos. En 2007, cinco de los siete bancos en los que el presidente del consejo también es el primer ejecutivo de la compañía otorgan poderes adicionales a algún consejero independiente, si bien los dos que no incorporan esa posibilidad en su sistema de gobierno corporativo son precisamente los dos más grandes<sup>9</sup>. Entre las sociedades donde se repite la concentración de poder de presidente del consejo y primer ejecutivo en la misma persona, la mitad contemplan poderes especiales para algún consejero independiente; entre las que no lo hacen se encuentran las cinco sociedades no bancarias donde los bancos tienen influencia como accionistas.

Los códigos de buen gobierno recomiendan que el consejo de administración tenga constituidas comisiones especializadas. Las comisiones de auditoría y de nombramientos y retribuciones son de especial relevancia en este esquema. El CU recomienda que el control de las comisiones con mayor competencia supervisora recaiga en los consejeros independientes, incluida la presidencia de las mismas. Por otra parte, nuestra Ley de Transparencia exige a todas las sociedades con títulos cotizados que creen una comisión de auditoría, en la que, de nuevo, tendrán un protagonismo destacado los consejeros independientes.

La CNR se está implantando en un número creciente de empresas. La evolución para las 108 sociedades analizadas va desde el 73% en 2004 hasta el 90,7% en 2007. Las sociedades bancarias ya incluían este tipo de comisión desde el primer año de análisis, exceptuando uno de los bancos independientes.

En el cuadro 8 se observa el papel de los consejeros independientes en la CNR en 2007. La proporción de consejeros independientes declarada es muy elevada en los bancos. En cuanto a la presencia de consejeros afectados por alguna de las siete situaciones descritas anteriormente, esta es muy elevada y se detectan mejoras sustanciales en los dos grandes bancos.

En el cuadro 9 se observa el papel de los consejeros independientes en la comisión de auditoría. También se adjunta información acerca de las siete situaciones analizadas que afectan a los consejeros independientes de dicha comisión. Excepto en los bancos regionales del Grupo Banco Popular (que apenas cuentan con capital flotante y con consejeros independientes), se aprecia una presencia muy relevante de consejeros independientes en la comisión

---

9. Aunque en el IAGC declaren que el presidente es el máximo ejecutivo de la sociedad, los dos grandes bancos cuentan con un consejero delegado, que hace las veces de primer ejecutivo y que no preside el consejo. Esta precisión no puede realizarse para todas las sociedades, pues la información no es homogénea; en cambio, sí que pueden marcar una casilla acerca de si el presidente es el primer ejecutivo de la sociedad.

**COMPOSICIÓN DE LA COMISIÓN DE NOMBRAMIENTOS  
Y RETRIBUCIONES. 2007**

CUADRO 8

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	MIEMBROS		PRESIDENTES		
	NÚM. CONSEJEROS	% INDEP.	NÚM. [1,...,7]	NÚM. INDEP.	NÚM. [1,...,7]
Dos grandes bancos	8	90,0	3	2	0
Resto de bancos independientes	8	50,4	5	3	1
Bancos no independientes	7	32,1	4	1	0
Sociedades con control de bancos	12	50,0	8	2	1
Resto de sociedades	132	47,0	67	47	23
<b>Total</b>	<b>167</b>	<b>47,2</b>	<b>87</b>	<b>55</b>	<b>25</b>

NOTA: Núm. consejeros es el número total de consejeros independientes en la CNR. La expresión % indep. recoge la proporción que estos representan en relación con el total de consejeros en dicha comisión. La columna de núm. indep. referida a los presidentes recoge el número de sociedades para cada agrupación en las que este es independiente. Núm. [1..7] contabiliza el número de consejeros independientes que se encuentran en alguna de las siete situaciones analizadas. Ello es indicativo de que, o bien no han sido propuestos por la CNR, o llevan más de 12 años en el cargo, o declaran operaciones vinculadas con la sociedad, o bien ocupan algún cargo en sociedades que son accionistas significativos, o mantienen relaciones significativas con accionistas significativos de la sociedad, u ostentan cargos en sociedades del grupo, o se trata de una persona jurídica. Datos para el ejercicio 2007.

**COMPOSICIÓN DE LA COMISIÓN DE AUDITORÍA. 2007**

CUADRO 9

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	NÚM. CONSEJEROS	% INDEP.	NÚM. [1,...,7]
Dos grandes bancos	10	100,00	2
Resto de bancos independientes	13	71,67	9
Bancos no independientes	9	38,10	6
Sociedades con control de bancos	12	31,85	8
Resto de sociedades	143	47,66	71
<b>Total</b>	<b>187</b>	<b>47,80</b>	<b>96</b>

NOTA: Núm. consejeros es el número total de consejeros independientes en la comisión de auditoría. La expresión % indep. recoge la proporción que estos representan en relación con el total de consejeros en dicha comisión. La tercera columna recoge el número de consejeros independientes que se encuentran en alguna de las siete situaciones analizadas. Ello es indicativo de que, o bien no han sido propuestos por la CNR, o llevan más de 12 años en el cargo, o declaran operaciones vinculadas con la sociedad, o bien ocupan algún cargo en sociedades que son accionistas significativos, o mantienen relaciones significativas con accionistas significativos de la sociedad, u ostentan cargos en sociedades del grupo, o se trata de una persona jurídica. Datos para el ejercicio 2007.

de auditoría, significativamente mayor que en las sociedades no bancarias. Esta presencia afecta a una proporción significativa de consejeros que se encuentran en alguna de las siete situaciones descritas en el apartado anterior.

Un último aspecto de las competencias del consejo de administración de las sociedades cotizadas es la supervisión de las operaciones que se realizan entre la sociedad y los propios administradores y/o altos directivos (operaciones vinculadas), con el fin de evitar que, de dichas operaciones, resulten perjuicios para el conjunto de la sociedad, que a su vez serán

Miles de euros				
	2004	2005	2006	2007
<b>PANEL A: AVALES</b>				
Dos grandes bancos	3.487	29	32	6
Resto de bancos independientes	1.220	2.224	—	—
Bancos no independientes	—	—	—	—
Sociedades con control de bancos	—	—	—	3.956
Resto de sociedades	475	5.208	4.533	4.648
<b>Total</b>	<b>478</b>	<b>4.106</b>	<b>3.568</b>	<b>3.988</b>
<b>PANEL B: FINANCIACIÓN</b>				
Dos grandes bancos	5.391	785	745	580
Resto de bancos independientes	5.804	1.115	2.686	2.642
Bancos no independientes	—	—	—	—
Sociedades con control de bancos	2.401	2.213	8.000	34.292
Resto de sociedades	4.121	8.660	14.829	12.168
<b>Total</b>	<b>3.748</b>	<b>6.947</b>	<b>12.476</b>	<b>12.567</b>
<b>PANEL C: OTROS</b>				
Dos grandes bancos	—	—	—	—
Resto de bancos independientes	—	—	—	—
Bancos no independientes	217.744	36.497	38.584	73.271
Sociedades con control de bancos	—	421	436	35
Resto de sociedades	485	1.481	478	684
<b>Total</b>	<b>14.477</b>	<b>3.546</b>	<b>2.913</b>	<b>5.290</b>

NOTA: Media del importe total por sociedad de operaciones vinculadas entre la sociedad y sus administradores o directivos catalogadas como Avalos (panel A), Financiación (panel B) u Otros conceptos (panel C).

perjuicios para los accionistas que ostentan el capital flotante (accionistas ausentes). Los códigos de buen gobierno incluyen recomendaciones sobre cómo deben tratarse esas operaciones en el consejo, pero, además, incluyen recomendaciones de transparencia para las mismas con el fin de que los accionistas ausentes puedan conocerlas por ellos mismos.

El actual formato de informe corporativo que cumplimentan las sociedades españolas contempla la declaración por parte de las sociedades de aquellas operaciones vinculadas en que han participado o participan, si bien la información pública puede dar un mensaje confuso por cuanto las operaciones son muy heterogéneas en naturaleza e importe económico. No tiene igual relevancia, por ejemplo, un mismo importe percibido por un banco que hace referencia al principal de una operación de préstamo, que este mismo importe en concepto de pago de intereses anuales, y no son siempre distinguibles con la información disponible. A los efectos de la presente exposición, la información sobre operaciones vinculadas declaradas por las empresas se ha agrupado en nueve tipos: Contratos, Arrendamientos, Avalos, Financiación, Intereses, Remuneraciones, Servicios, Compraventa y Otros. De entre todas ellas, cuando se trata de operaciones vinculadas entre la sociedad y los administradores/directivos, los bancos básicamente participan en tres tipos de operaciones vinculadas: Avalos, Financiación y Otros. El cuadro 10 muestra el valor promedio del importe de este tipo de operaciones en los bancos



Miles de euros				
	2004	2005	2006	2007
<b>PANEL A: AVALES</b>				
Dos grandes bancos	—	—	—	—
Resto de bancos independientes	3.829	—	—	2.849
Bancos no independientes	—	—	—	—
Sociedades con control de bancos	91.896	83.428	46.740	8.486
Resto de sociedades	5.893	9.920	28.974	91.654
<b>Total</b>	<b>15.659</b>	<b>16.121</b>	<b>26.699</b>	<b>72.974</b>
<b>PANEL A: FINANCIACIÓN</b>				
Dos grandes bancos	—	—	—	—
Resto de bancos independientes	2.887	—	—	1.406
Bancos no independientes	3.860	14.563	—	—
Sociedades con control de bancos	197.972	167.804	227.064	18.946
Resto de sociedades	50.027	72.143	72.919	76.797
<b>Total</b>	<b>61.734</b>	<b>73.479</b>	<b>76.312</b>	<b>62.086</b>
<b>PANEL A: OTROS</b>				
Dos grandes bancos	—	—	—	—
Resto de bancos independientes	—	—	89.999	—
Bancos no independientes	135.714	26.782	50.132	65.235
Sociedades con control de bancos	598.196	1.162.304	199.267	682
Resto de sociedades	4.121	110.841	232.889	12.890
<b>Total</b>	<b>83.892</b>	<b>205.302</b>	<b>207.314</b>	<b>14.430</b>

NOTA: Media del importe total por sociedad de operaciones vinculadas entre la sociedad y sus accionistas significativos catalogadas como Avalos (panel A), Financiación (panel B) u Otros conceptos (panel C).

y en el resto de sociedades analizadas. En general, las operaciones de financiación son las de mayor importe. En los bancos independientes se detecta una disminución del monto de las operaciones vinculadas con administradores o directivos, sobre todo en los dos grandes bancos, a lo largo de los años. Los bancos dependientes, en cambio, se ven implicados en operaciones vinculadas por cantidades elevadas, algo que también ocurre en las sociedades con algún banco como accionista influyente, en este último caso sobre todo en operaciones de financiación.

Respecto de las operaciones vinculadas entre la sociedad y sus accionistas significativos, también destacan por su mayor importe las operaciones clasificadas como Avalos, Financiación y Otros<sup>10</sup>. El cuadro 11 presenta los datos para este tipo de operaciones. Destaca la constatación de que los dos grandes bancos no realizan ninguna operación vinculada relevante de esta naturaleza, algo que debe esperarse que sea así, teniendo en cuenta su estructura accionarial altamente fragmentada. A diferencia de lo que ocurre con las sociedades no

<sup>10</sup>. En el grupo de bancos dependientes se registran operaciones de compraventa en 2007 y en 2005, y de servicios en 2004. En 2004, también se registran operaciones catalogadas de intereses en el grupo de bancos independientes (sin los dos grandes bancos).

bancarias, en general las operaciones vinculadas con los accionistas significativos de los bancos son de importes inferiores a las realizadas con los administradores o directivos. Es muy significativo, por el importe medio elevado y por la continuidad en el tiempo de este tipo de operaciones, el dato sobre las operaciones vinculadas en sociedades donde los bancos son accionistas influyentes. En cualquier caso, estas clasificaciones esconden una elevada heterogeneidad de operaciones, y los números aquí presentados deben interpretarse con cautela.

En general, se aprecia un mayor control de las operaciones vinculadas en los bancos que en el resto de sociedades, atendiendo al menor volumen y menor continuidad en el tiempo de las operaciones en las que participan. Además, existen tipos de operaciones donde los bancos apenas participan, pero, en cambio, las sociedades no bancarias sí lo hacen y en volúmenes importantes: por ejemplo, las operaciones de compraventa o los arrendamientos.

Si se analizan los mecanismos de control concretos a que se someten las operaciones vinculadas, para el ejercicio 2007 las sociedades deben informar sobre si el consejo en pleno efectivamente se ha reservado aprobar las operaciones vinculadas, previo informe favorable del comité de auditoría u otro similar. Todos los bancos cotizados responden afirmativamente a esta cuestión, de manera que sus consejos en pleno tuvieron oportunidad de pronunciarse sobre las operaciones vinculadas de la sociedad. Entre las sociedades no bancarias solo 16 afirman no haber sometido al pleno del consejo la valoración y aprobación de las operaciones vinculadas, sin que se aprecien diferencias de conducta entre las sociedades no bancarias con presencia de un banco como accionista de influencia y el resto.

### 3.5 REMUNERACIÓN DEL CONSEJO

La retribución de administradores y altos directivos de las empresas cotizadas constituye otra de las áreas donde se concentra la máxima atención por parte de las recomendaciones de buen gobierno corporativo. El objetivo último es asegurar que los mecanismos de decisión sobre el montante, composición y distribución temporal de las retribuciones que han de percibir consejeros y directivos por los servicios que prestan a la sociedad se ajustan a las condiciones del mercado (retribución que se percibiría en puestos similares) y al mismo tiempo atienden a las peculiaridades de la propia empresa, entre ellas, a la estructura accionarial (pues un administrador que es a su vez accionista significativo ya tiene un componente variable muy importante de su riqueza particular vinculado a los resultados de la empresa).

Además de las iniciativas previstas en los códigos de buen gobierno por las cuales las decisiones sobre retribución se delegan, al nivel de elaboración de propuestas, a una comisión del consejo con el fin de preservar la máxima independencia de quienes elaboran esa propuesta, los mismos códigos incorporan recomendaciones de transparencia informativa en materia de retribuciones en los informes anuales. Esta recomendación está presente también en el código español, de manera que los IAGC depositados por las empresas en la CNMV contienen información útil y valiosa sobre la retribución de los administradores y directivos, aunque todavía con algunas limitaciones como, por ejemplo, que no presentan información totalmente individualizada. Solo un número escaso de empresas presentan esta información en sus cuentas anuales. Concretamente, de los IAGC es posible conocer el importe total de la remuneración de todo el consejo de administración por diferentes conceptos: remuneración fija, variable, dietas, atenciones estatutarias, opciones sobre acciones u otros instrumentos financieros, y otros. También se informa sobre la remuneración total de cada tipología de consejero (ejecutivos, dominicales, independientes y otros). No es posible conocer, sin embargo, la remuneración por diferentes conceptos de cada tipo de consejero. Además, existen otros beneficios que reciben los consejeros, como los anticipos o los créditos concedidos, que no suponen una cantidad homogénea con los diferentes conceptos retributivos. Estos otros be-

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004		2005		2006		2007	
	MILES €	% FIJA	MILES €	% FIJA	MILES €	% FIJA	MILES €	% FIJA
	Dos grandes bancos	949	38,8	1.145	35,5	1.677	24,9	1.416
Resto de bancos independientes	309	55,8	305	38,3	371	29,9	366	30,0
Bancos no independientes	87	36,2	94	37,4	120	34,9	107	32,3
Sociedades con control de bancos	193	54,2	182	52,4	306	22,3	181	30,5
Resto de sociedades	171	41,1	190	38,2	225	38,3	277	35,7
<b>Total</b>	<b>189</b>	<b>43,5</b>	<b>206</b>	<b>39,2</b>	<b>259</b>	<b>33,9</b>	<b>283</b>	<b>34,7</b>

NOTA: La remuneración total del consejo, dividida por el número de consejeros, nos indica la remuneración media de cada consejero en cada empresa. Esta tabla presenta el valor medio de esta cantidad en las empresas de cada grupo analizado. Además, se muestra el porcentaje medio que representa la remuneración fija. También se presenta la remuneración total, incluyendo las cantidades recibidas por los consejeros de otras sociedades del grupo.

neficios tampoco se detallan para cada tipología de consejero. Para algunas sociedades sería posible contar con un detalle individualizado de las retribuciones, recurriendo a otras fuentes. En aras de la homogeneidad en el tratamiento de los datos, solo se han tomado los contenidos en los IAGC.

Para el conjunto de consejeros, el cuadro 12 muestra la remuneración individual media entre todos ellos y la proporción de la misma que corresponde a remuneración fija. Se observa que los bancos tienen una retribución media por consejero superior a la del resto de sociedades no bancarias, circunstancia que se explica por la persistente relación positiva que se ha constatado históricamente entre retribución y tamaño de la empresa (esto se aplica sobre todo a la particularmente elevada retribución media de los consejeros de los dos grandes bancos). En cuanto a la composición de la remuneración, se aprecia una tendencia en el tiempo al aumento en la parte que representa la retribución variable sobre el total de la retribución, hasta llegar al ejercicio 2007, en que la retribución variable representa casi el 70% del total en todos los grupos de sociedades analizados, excepto en los bancos regionales del Grupo Banco Popular, cuyo esquema de retribución no queda reflejado en las filiales.

En cuanto a otros beneficios que reciben los consejeros de la sociedad, destacan, por el elevado volumen que representan, las obligaciones contraídas por aportación a fondos y planes de pensiones. El cuadro 13 muestra la gran diferencia en este concepto de los dos grandes bancos con respecto al resto de empresas.

La información sobre retribuciones se presenta también desglosada por tipo de consejeros. Los consejeros ejecutivos son los que perciben la mayor retribución media. Resulta, en todo caso, de interés comparar la retribución media de los consejeros ejecutivos con la de los altos ejecutivos no consejeros, con el fin de acotar mejor las posibles ventajas retributivas que ofrece el hecho de ocupar una posición adicional de consejero (pues debe permitir comparaciones homogéneas, controlando por la influencia del sector o el tamaño)<sup>11</sup>. En el cuadro 14 aparece la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos y de los altos ejecutivos no consejeros (para las empresas con que se cuenta con los datos necesarios).

11. De las 94 sociedades no bancarias incluidas en la muestra, hay 21 que no ofrecen la remuneración de los altos ejecutivos no consejeros en 2004; en 2007, solo 8. Todas las sociedades bancarias informan de este dato.

Miles de euros				
TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004	2005	2006	2007
Dos grandes bancos	110.921	126.672	159.567	178.042
Resto de bancos independientes	4.701	6.593	8.864	9.059
Bancos no independientes	3.609	4.451	6.023	5.521
Sociedades con control de bancos	199	0	509	218
Resto de sociedades	157	142	81	58
<b>Total</b>	<b>2.647</b>	<b>3.048</b>	<b>3.862</b>	<b>4.138</b>

NOTA: Valor medio de las obligaciones contraídas por fondos y planes de pensiones. Incluye los beneficios recibidos de otras sociedades del grupo.

La condición añadida de consejero para un cargo ejecutivo siempre reporta una compensación adicional con respecto al que solo es ejecutivo. Los bancos aparecen como el colectivo donde ser consejero ejecutivo supone un mayor aumento retributivo en relación con no serlo, y la diferencia tiende a aumentar en el tiempo. Así, los dos grandes bancos en 2004 pagan alrededor de 1,5 millones de euros más a un ejecutivo consejero que a otro que no lo es, mientras que, en el año 2007, la diferencia se eleva a algo más de dos millones de euros; la remuneración del consejero ejecutivo pasa de ser 2,3 veces la del ejecutivo no consejero en 2004 a 1,9 veces mayor en 2007.

Cuando se trata de valorar la retribución media de los consejeros dominicales (véase cuadro 15), se aprecia cómo en los bancos la remuneración de los consejeros independientes es superior a la de los consejeros dominicales. En general, ocurre lo contrario en el resto de sociedades. También se observa un incremento generalizado de la remuneración individual media de los consejeros dominicales y de los consejeros independientes<sup>12</sup>. Solo se detecta contención del crecimiento de las retribuciones en las sociedades con control bancario (entre las cuales se observa un descenso significativo de la retribución de los consejeros ejecutivos y de los altos ejecutivos no consejeros).

Aunque las cifras sobre remuneración media individual de los consejeros son crecientes en el tiempo, es difícil realizar una valoración sobre si se trata de cifras razonables o excesivas. Un indicador que puede informar sobre esta cuestión es el que resulta de poner en relación la retribución media por consejero (como medida de *input*) con el beneficio de la sociedad (medida del *output*). Por otra parte, si la retribución variable que perciben los consejeros es el resultado de un sistema de incentivos diseñado para que esta retribución aumente a medida que también lo hace el beneficio de la sociedad, entonces esperamos que la retribución media varíe en el tiempo de forma paralela a los beneficios. El cuadro 16 muestra la evolución de la suma de la remuneración global de los consejos de cada agrupación de empresas analizada sobre la suma de los beneficios (y pérdidas) de esa agrupación. Como puede comprobarse, las remuneraciones pagadas representan siempre menos del 1% de la cifra de beneficios de la sociedad y, además, decrecen en el tiempo. Un análisis más pormenorizado de este punto, que no se reproduce en el trabajo, muestra que la proporción que represen-

<sup>12</sup> La disminución de la remuneración de los consejeros independientes en 2007 en los bancos dependientes que aparece en el cuadro 15 se debe a la incorporación de consejeros independientes en las filiales del Grupo Banco Popular en 2007. En estas filiales apenas se remunera a los consejeros, y, al introducir consejeros independientes en 2007, se incorpora su remuneración en el cálculo de la remuneración media. Si no se considera a las filiales regionales del Grupo Banco Popular, esta remuneración presenta un ligero incremento, hasta los 112.000 euros por consejero.

## REMUNERACIÓN MEDIA INDIVIDUAL DE LOS ALTOS EJECUTIVOS CONSEJEROS Y NO CONSEJEROS

CUADRO 14

Miles de euros								
TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004		2005		2006		2007	
	C	NC	C	NC	C	NC	C	NC
Dos grandes bancos	3.095	1.323	3.528	1.816	5.748	2.653	4.479	2.335
Resto de bancos independientes	1.099	292	1.045	307	1.420	339	1.391	329
Bancos no independientes	304	168	335	218	355	209	298	255
Sociedades con control de bancos	820	304	747	326	1.512	338	702	249
Resto de sociedades	573	254	685	274	886	327	1.156	347
<b>Total</b>	<b>653</b>	<b>280</b>	<b>737</b>	<b>311</b>	<b>1.022</b>	<b>370</b>	<b>1.131</b>	<b>370</b>

NOTA: Valor medio de la remuneración media individual de los altos ejecutivos que, a su vez, son consejeros de la sociedad (C) y de los que no tienen la condición de consejeros (NC). La media se obtiene solo a partir de los datos de sociedades con consejeros ejecutivos en el primer caso, y que informan de la remuneración total de los altos ejecutivos en el segundo caso. Todos los bancos informan de esta remuneración. Del resto de sociedades no informan 21 en 2004, 17 en 2005, 14 en 2006 y 8 en 2007.

## REMUNERACIÓN MEDIA INDIVIDUAL DE CONSEJEROS INDEPENDIENTES Y DE DOMINICALES

CUADRO 15

Miles de euros								
TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004		2005		2006		2007	
	DOMIN.	INDEP.	DOMIN.	INDEP.	DOMIN.	INDEP.	DOMIN.	INDEP.
Dos grandes bancos	104	253	145	278	137	282	220	363
Resto de bancos independientes	97	105	92	108	110	121	133	127
Bancos no independientes	21	101	20	102	24	100	22	37
Sociedades con control de bancos	107	88	121	94	99	86	103	89
Resto de sociedades	68	56	78	68	83	76	91	98
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>77</b>	<b>82</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>100</b>

NOTA: Valor medio de la remuneración media individual de los consejeros independientes y de los consejeros dominicales. La media se obtiene solo a partir de los datos de sociedades con consejeros independientes en el primer caso, y con consejeros dominicales en el segundo.

tan las retribuciones sobre beneficios de la sociedad difiere entre los grupos de sociedad de distinto tamaño, siendo mayor en los colectivos de empresas de menor tamaño según capitalización.

Otro aspecto que hay que tener en cuenta a la hora de valorar las retribuciones a los consejeros es el grado de transparencia con el que las sociedades comunican la información relativa a esas retribuciones (es de esperar que más transparencia lleve a más autocontrol). La transparencia será mayor en aquellos casos donde la empresa informe individualmente de los sueldos de los consejeros que en la que la información se presenta solo con cifras agregadas. El seguimiento de las memorias de gestión y cuentas anuales de las sociedades de la muestra en los ejercicios 2006 y 2007 pone de manifiesto que todos los bancos publican las retribuciones individualizadas de los consejeros (con la excepción de los bancos filiales del Grupo Banco Popular en el año 2007, si bien las retribuciones de los consejeros en estos bancos es muy baja). Entre las sociedades no financieras, el nivel de transparencia es menor que entre los bancos, pues el número de estas sociedades que difunde información individualizada de las retribuciones para cada consejero es solo de 20 en 2006 y de 23 en 2007 (en proporciones similares para las empresas con banco y sin él como accionista significativo).

**REMUNERACIÓN TOTAL DE LOS CONSEJOS EN RELACIÓN  
CON EL BENEFICIO DE LAS SOCIEDADES**

CUADRO 16

En porcentaje				
TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	REMUNERACIÓN DEL CONSEJO SOBRE EL BENEFICIO			
	2004	2005	2006	2007
Dos grandes bancos	0,509	0,386	0,464	0,308
Resto de bancos independientes	1,285	1,026	0,910	0,782
Bancos no independientes	0,952	0,809	0,623	0,815
Sociedades con control de bancos	0,730	0,470	1,221	0,835
Resto de sociedades	1,479	1,126	0,851	0,917
<b>Total</b>	<b>1,050</b>	<b>0,797</b>	<b>0,768</b>	<b>0,731</b>

NOTA: Porcentaje que representa la suma de retribuciones que reciben los consejeros de cada agrupación de empresas sobre la suma de beneficios (y pérdidas) de las mismas.

3.6 BLINDAJES

Otro aspecto relevante del gobierno corporativo es la posible existencia de blindajes a favor de los miembros de la alta dirección. Estos blindajes pueden ser aprobados por el consejo de administración o por la junta general de accionistas. En todo caso, la junta puede ser informada o no de su existencia. En el cuadro 17 figura el número de empresas que tienen estos blindajes, quién los aprueba y si se informa a la junta general de accionistas o no. Desde el ejercicio 2004 se ha incrementado el número de bancos que cuentan con cláusulas de blindaje, pero también se ha incrementado el número de casos en los que el consejo los aprueba y en los que se informa a la junta general. Este cuadro no detalla la aprobación por parte de la junta general de accionistas porque solo hay una sociedad que en 2007 somete estas cláusulas a su aprobación, esta sociedad no es un banco y no está controlada por bancos. En los bancos, la situación más llamativa aparece en el grupo «Resto de bancos independientes», donde incluso en 2007 hay un caso de blindajes no aprobados por consejo ni por junta, y, además, en ningún caso se informa a la junta. Solo en 4 de las 60 sociedades que declaran la existencia de estos blindajes en 2007 no se somete su aprobación al consejo de administración. Todo ello, según la información proporcionada por las propias empresas en su IAGC.

Las cláusulas de blindaje pueden constituir un complemento a la retribución que ya perciben los consejeros o se pueden interpretar como sustituto, una forma de intercambio de remuneración por seguridad en el puesto. De ser este el caso, sería de esperar que, controlando por todos los factores que afectan a la remuneración, la remuneración sea inferior en las sociedades con blindajes que en las que no los introducen. En la práctica totalidad de casos, se observa que los consejeros ejecutivos de las empresas con blindajes obtienen una remuneración individual media superior a la que se obtiene en empresas sin blindajes. Lo mismo ocurre con los altos ejecutivos no consejeros<sup>13</sup>. De hecho, la diferencia entre la remuneración media de los consejeros ejecutivos y la de los altos ejecutivos no consejeros es siempre mayor en las empresas con blindajes. Toda esta evidencia parece estar explicada por el tamaño de las sociedades.

Analizando solo los bancos no es posible identificar efecto alguno de los blindajes sobre la remuneración de los consejeros ejecutivos, pues la muestra es demasiado reducida. Sin embargo, es posible obtener una primera aproximación del efecto blindaje sobre el total de la muestra. Para ello se ha estimado un modelo de regresión en el que la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos, variable dependiente, se explica en función de la capitali-

13. La excepción está en el grupo «Resto de bancos independientes» para los ejercicios 2004 y 2007.

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004			2005			2006			2007		
	NÚM.	CA	JGA	NÚM.	CA	JGA	NÚM.	CA	JGA	NÚM.	CA	JGA
Dos grandes bancos	2	1	0	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Resto de bancos independientes	1	0	0	2	1	0	2	1	0	3	2	0
Bancos no independientes	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	1
Sociedades con control de bancos	10	8	1	8	6	0	6	4	0	6	6	0
Resto de sociedades	41	32	5	45	39	10	46	39	11	48	45	18
<b>Total</b>	<b>55</b>	<b>42</b>	<b>6</b>	<b>58</b>	<b>48</b>	<b>12</b>	<b>57</b>	<b>47</b>	<b>13</b>	<b>60</b>	<b>56</b>	<b>21</b>

NOTA: Núm. indica el número de empresas que cuentan con blindajes a favor de los miembros de la alta dirección. CA recoge el número de empresas en las que estos blindajes son aprobados por el consejo de administración, y JGA, el número de empresas en las que se informa de los mismos a la junta general de accionistas. No aparece el número de empresas en las que la junta general de accionistas aprueba los blindajes porque solo ocurre en una sociedad no bancaria y no controlada por bancos en 2007.

## REGRESIONES DE BLINDAJES, TAMAÑO Y REMUNERACIÓN DE EJECUTIVOS

CUADRO 18

	2004-2007	2004	2005	2006	2007
Capitalización	0,0493 (a)	0,0413 (a)	0,0439 (a)	0,0531 (a)	0,0515 (a)
	-9,12	-3,64	-8,8	-4	-5,82
Blindajes	300,7 (a)	193,6 (c)	462,2 (a)	46,42	507,3 (b)
	-2,89	-1,9	-2,86	-0,2	-2,24
Año 2005	29,43				
	-0,37				
Año 2006	233,4 (b)				
	-2				
Año 2007	322,0 (b)				
	-2,51				
Constante	304,9 (a)	393,7 (a)	273,2 (a)	650,3 (a)	494,7 (a)
	-4,03	-5,21	-4,2	-3,64	-4,38
Observaciones	405	100	102	101	102
Coef. determinación	0,45	0,52	0,53	0,45	0,44

NOTA: Modelos de regresión lineal estimados por mínimos cuadrados ordinarios. La variable dependiente es la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos de cada empresa expresada en miles de euros. Las variables explicativas son la capitalización bursátil de cada empresa expresada en millones de euros, una variable ficticia que toma valor 1 para las empresas con blindajes a favor de la alta dirección y cero en los demás casos, y variables de control. Las variables de control son variables ficticias: la variable año 2005 toma valor 1 para las observaciones de 2005; la variable año 2006, para las de 2006, y la variable año 2007, para las de 2007. También se han introducido variables ficticias que identifican a los sectores industriales. Estas variables sectoriales se han introducido en todos los modelos estimados, pero se han omitido para ahorrar espacio. La clasificación sectorial es la de la Bolsa de Madrid: (i) Petróleo y energía; (ii) Materiales básicos, industria y construcción; (iii) Bienes de consumo; (iv) Servicios de consumo; (v) Servicios financieros; (vi) Tecnología y comunicaciones, y (vii) Inmobiliarias. Cada combinación de sociedad y año es una observación. El modelo 1 se estima sobre los cuatro años de la muestra. El modelo 2, solo con las observaciones de 2004; el 3, solo con las de 2005; el 4, con las de 2006, y el 5, con las de 2007. Estadísticos t robustos a heterocedasticidad entre paréntesis.

- a. Significativo al 1%.
- b. Significativo al 5%.
- c. Significativo al 10%.

zación y de una variable ficticia que identifica a las sociedades con blindajes, variables explicativas. Además, se añaden controles sectoriales para detectar diferencias en la remuneración media de los ejecutivos derivadas del sector industrial, y controles temporales para considerar posibles cambios en la remuneración media de un año a otro. La estimación se realiza por mínimos cuadrados ordinarios sobre los cuatro años de la muestra. Cada sociedad/año representa una observación, lo cual implica suponer que cada observación es independiente, pero dentro de una misma empresa podría haber dependencias de un año a otro. Por razones de robustez, el modelo también se ha estimado separadamente para cada ejercicio<sup>14</sup>.

El cuadro 18 presenta los resultados de la estimación. Considerando toda la muestra, los blindajes tienen un efecto significativo y positivo sobre la remuneración de los consejeros ejecutivos, incluso controlando por el tamaño de la sociedad. Esto sugiere que los blindajes son utilizados como complemento a la remuneración y no como sustituto. En todo caso, estas estimaciones constituyen una primera aproximación, ya que hay otros factores que pueden afectar a la remuneración y no se han considerado.

### 3.7 DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

La junta general de accionistas es el órgano soberano en las sociedades anónimas. La participación en las mismas y el ejercicio del derecho de voto constituyen derechos fundamentales de los accionistas. Se han analizado los datos de asistencia media a las juntas, junto con el capital flotante de las sociedades y el porcentaje medio del mismo que no asiste. Este último puede interpretarse como una «proxy» del esfuerzo realizado por las sociedades para promover y facilitar la asistencia de los accionistas a la junta. Hay dos grupos de bancos que destacan: (i) los dos grandes bancos, con elevado capital flotante (95,3% en 2007), por la baja asistencia a la junta (52,1% en 2007) y por la elevada participación del capital flotante en la misma (49,7% en 2007), y (ii) los bancos dependientes, que muestran una situación opuesta, con un capital flotante inferior al 15% y decreciente en el tiempo (12,7% en 2007), una elevada participación en la junta (90,6% en 2007) y una escasa participación del capital flotante en la misma (15,7% en 2007).

Hay sociedades que imponen una participación mínima en el capital social para poder asistir a la junta general de accionistas. Y también las hay que imponen un porcentaje máximo de votos que puede ejercer un solo accionista. En el cuadro 19 figura el número de sociedades en las que se requiere más de una acción para poder asistir a la junta general de accionistas, el número de sociedades en las que existe un límite máximo al porcentaje de votos que puede emitir un solo accionista, y la media de este porcentaje en las sociedades que lo tienen implantado. Es una práctica habitual requerir más de una acción para poder asistir a la junta; solo tres bancos en 2004 y 2005, dos en 2006 y otros tres en 2007 no imponen esta restricción. Los límites al derecho de voto en forma de porcentaje máximo de votos que puede emitir un solo accionista no son una práctica extendida entre los bancos analizados. Solo 3 de los 14 bancos analizados tienen establecida esta restricción. El valor medio de la misma es un 10% de los votos.

Además de la limitación del derecho de voto, existen otras limitaciones cuya interpretación es la de dificultar el control por parte de terceros sin el acuerdo de un núcleo reducido de accionistas. Entre estas medidas destacan las restricciones para presidir el consejo de administración, que en 2007 solo afectan a una entidad bancaria del grupo «Resto de bancos independientes».

---

14. Una alternativa de estimación más depurada consiste en estimar por efectos fijos aplicando técnicas de datos de panel. De esta forma se controla por todos aquellos factores que permanecen fijos en la empresa de un año a otro. El problema está en que la variable ficticia que identifica los blindajes es muy estable en el tiempo, y es difícil que su efecto sea detectado.



TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004			2005			2006			2007		
	> 1 ACCIÓN	LÍMITE % DE VOTOS		> 1 ACCIÓN	LÍMITE % DE VOTOS		> 1 ACCIÓN	LÍMITE % DE VOTOS		> 1 ACCIÓN	LÍMITE % DE VOTOS	
		EXISTE	% MEDIO		EXISTE	% MEDIO		EXISTE	% MEDIO		EXISTE	% MEDIO
Dos grandes bancos	1	0		1	0		1	0		1	0	
Resto de bancos independientes	3	3	10,0	3	3	10,0	4	3	10,0	4	3	10,0
Bancos no independientes	7	0		7	0		7	0		6	0	
Sociedades con control de bancos	10	1	24,0	9	1	24,0	8	0		8	0	
Resto de sociedades	57	13	13,5	56	13	13,5	55	13	13,5	50	11	13,3
<b>Total</b>	<b>78</b>	<b>17</b>	<b>13,5</b>	<b>76</b>	<b>17</b>	<b>13,5</b>	<b>75</b>	<b>16</b>	<b>13,1</b>	<b>69</b>	<b>14</b>	<b>12,6</b>

NOTA: Número de empresas en las que es necesario más de una acción para poder asistir a la junta general de accionistas. Número de sociedades en las que existe un límite máximo de votos que puede ejercer un solo accionista, y media del porcentaje de votos máximo en las sociedades que cuentan con este límite.

## FACTURACIÓN POR OTROS SERVICIOS CON LA FIRMA DE AUDITORÍA

CUADRO 20

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	2004		2005		2006		2007	
	NÚM. EMPRESAS	% FACTURACIÓN	NÚM. EMPRESAS	% FACTURACIÓN	NÚM. EMPRESAS	% FACTURACIÓN	NÚM. EMPRESAS	% FACTURACIÓN
Dos grandes bancos	2	22,44	2	16,83	2	31,40	2	26,98
Resto de bancos independientes	5	61,04	5	36,98	5	33,91	5	35,72
Bancos no independientes	6	16,25	6	36,07	7	20,31	7	66,33
Sociedades con control de bancos	11	32,46	8	32,58	7	33,66	7	28,90
Resto de sociedades	58	27,97	55	25,02	59	23,98	62	23,07
<b>Total</b>	<b>82</b>	<b>29,59</b>	<b>76</b>	<b>27,26</b>	<b>80</b>	<b>25,31</b>	<b>83</b>	<b>28,07</b>

NOTA: Número de empresas que facturan con la firma de auditoría por otros conceptos diferentes a los de auditoría, y porcentaje medio que en estas empresas representa esta otra facturación sobre el total facturado con la firma de auditoría.

Un aspecto destacable de las prácticas de gobierno corporativo es la relación de la sociedad con los auditores externos y su independencia. Una forma de acercarse a esta es midiendo la relevancia del importe de los servicios diferentes a los de auditoría, prestados a la sociedad por la empresa que realiza dicha auditoría. En el cuadro 20 figura el número de sociedades de cada agrupación que reciben otra facturación de la firma de auditoría adicional a la que corresponde al servicio de realizar la auditoría, y para estas empresas el porcentaje medio que esos otros conceptos representan sobre la facturación total con la firma de auditoría.

Se observa como una práctica habitual que las firmas de auditoría facturen a los bancos por otros conceptos distintos al trabajo de los auditores. Solo un banco en 2004 y en 2005 no contrata servicios adicionales con la firma que le audita. En el resto de sociedades también es una práctica extendida, pero no en tan alta proporción. En cuanto al porcentaje que estos otros trabajos representan sobre la facturación total con la firma de auditoría, se detectan porcentajes medios muy elevados entre los bancos. Destaca el 66,33% de los bancos no independientes en 2007, y el 61,04% del grupo «Resto de bancos independientes» en 2004. Ni en bancos ni en el resto de sociedades se aprecia una disminución en estos porcentajes, como cabría esperar si se producen avances en un mayor control sobre posibles conflictos de interés.

## 4 Cumplir o explicar

Una novedad del ejercicio 2007, consecuencia directa de la aplicación del CU, es la información declarada por las sociedades del grado de cumplimiento de cada una de las recomen-

**PORCENTAJES DE CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES  
DEL CU POR AGRUPACIONES DE SOCIEDADES**

CUADRO 21

TIPOLOGÍA DE SOCIEDADES	CUMPLIMIENTO			NO APLICA
	TOTAL	PARCIAL	NO	
Dos grandes bancos	89,7	3,5	5,2	1,7
Resto de bancos independientes	85,2	2,8	5,5	6,6
Bancos no independientes	80,8	2,7	4,2	12,3
Sociedades con control de bancos	66,3	11,1	13,6	9,0
Resto de sociedades	70,5	10,1	11,1	8,3
<b>Total</b>	<b>72,0</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>

NOTA: Valor medio del porcentaje de recomendaciones que cumplen total, parcialmente o no cumplen las sociedades dentro de cada grupo analizado. «No aplica» recoge el porcentaje medio de recomendaciones que no son aplicables. Muestra de 108 sociedades del mercado continuo del ejercicio 2007.

daciones contenidas en el mencionado código. El nuevo modelo de IAGC de la CNMV deja abierta la posibilidad de declarar que se cumple en su totalidad el contenido de cada recomendación, que se cumple parcialmente o bien que no se cumple. Se deben explicar las causas que, para la sociedad, justificarían el cumplimiento parcial o su incumplimiento. Finalmente, para las recomendaciones que no son de aplicación para determinadas sociedades, estas las catalogan como «No aplica».

En este estudio se realiza el análisis del cumplimiento de las recomendaciones a dos niveles. El primero es a nivel de sociedades y recoge el número de recomendaciones que, en promedio, cumple cada una de las sociedades. Este análisis es meramente descriptivo, es difícil extraer conclusiones en la medida que iguala la relevancia de todas y cada una de las 58 recomendaciones y no contempla que las explicaciones razonadas sean una opción tan válida como el cumplimiento estricto. En el cuadro 21 se aprecia de forma resumida cómo el promedio de cumplimiento es del 72%, y es mayor para los bancos que para el resto de sociedades. Los dos grandes bancos muestran el mayor porcentaje de cumplimiento.

El segundo nivel de análisis se refiere a las propias recomendaciones. En este enfoque se muestran los grados de cumplimiento, o explicación, en su caso, de cada una de las 58 recomendaciones. El objetivo es conocer hasta qué punto las sociedades adaptan sus prácticas de gobierno corporativo a estas recomendaciones, o bien si estas son de difícil aplicación. Este análisis cubre aspectos cualitativos a partir del estudio de las causas o explicaciones que las propias sociedades citan como motivos para su incumplimiento total.

Efectivamente, el cuadro 22 recoge aquellas recomendaciones cuyo grado de cumplimiento es menor, y se acompañan de diversos niveles de explicación de las causas de su no cumplimiento.

En general, la tasa de cumplimiento de las instituciones bancarias es significativamente mayor que la del resto de sociedades. Los menores niveles de cumplimiento, que tienen su correspondiente explicación, se refieren a la recomendación 40, que estipula «que el Consejo someta a votación de la Junta General de Accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros. Y que dicho informe se ponga a disposición de los accionistas, ya sea de forma separada o

NÚM. RECOM.	DESCRIPCIÓN DE LA RECOMENDACIÓN	DOS GRANDES BANCOS	RESTO BANCOS INDEPENDIENTES	BANCOS NO INDEPENDIENTES	SOCIEDADES CON CONTROL BANCOS	RESTO SOCIEDADES
9	Tamaño	50	80	85,7	77,8	83,3
29	Rotación de consejeros independientes	50	60	100	44,4	59,5
31	Cese de indep. finalizado su mandato	50	100	83,3	77,8	85,9
40	Votación de la junta general del informe sobre política de retribuciones	0	60	83,3	22,2	32,1
42	Composición de la comisión delegada	50	40	100	100	50
44	Composición de las comisiones de supervisión y control	100	60	14,3	11,1	45,2
50	Funciones del comité de auditoría	50	80	85,7	44,4	58,3
54	Miembros de la CNR	100	75	14,3	57,1	51,9

NOTA: Porcentaje de sociedades que cumplen totalmente cada una de las ocho recomendaciones del CU con menores niveles de seguimiento entre las sociedades bancarias. Muestra de 108 sociedades del mercado continuo del ejercicio 2007 desagregada por tipologías de bancos y de otras sociedades. La primera columna muestra el número de la recomendación según la numeración del mismo CU.

de cualquier otra forma que la sociedad considere conveniente». Las explicaciones, en su mayoría, apuntan a la dificultad de someter a votación un punto cuyo carácter es consultivo. Tampoco se ajustan exactamente en la traslación de la composición del consejo a la de la comisión ejecutiva los bancos independientes, recomendación que sí siguen los bancos dependientes y las sociedades controladas por entidades bancarias. Sin embargo, los bancos dependientes apenas cumplen las recomendaciones 44 y 54, que se refieren a la composición y funcionamiento de las comisiones de control y de nombramientos y retribuciones, respectivamente.

## 5 Conclusión

La entrada en vigor del CU y la información sobre prácticas de buen gobierno corporativo que las empresas incorporan al informe anual que después presentan a la CNMV de acuerdo con este código hacen que este sea un momento oportuno para hacer balance de los avances en el gobierno corporativo en España en los últimos años. Este trabajo contiene una exposición descriptiva de las prácticas de buen gobierno entre las sociedades cotizadas en España con este fin, y en él, además, se comparan las prácticas de buen gobierno en el colectivo de bancos cotizados y en el resto de sociedades no bancarias. Se llega así a disponer de una muestra de 108 sociedades, entre las cuales 14 son bancos y de cuyos IAGC se extrae una información bastante exhaustiva para el período comprendido entre los años 2004-2007.

De la información analizada y expuesta en el trabajo se desprende una elevada estabilidad en el tiempo de la estructura accionarial de nuestras empresas cotizadas, dentro de la cual destaca una elevada dispersión accionarial en la propiedad de los dos grandes bancos, en claro contraste con el predominio de los altos grados de concentración accionarial que se aprecian entre las sociedades no bancarias. Entre los bancos dependientes, en cambio, la concentración accionarial es muy alta por la importancia que adquiere el paquete de acciones en manos del banco de control; esto significa que, en estos bancos, el volumen de contratación en relación con la capitalización del *free float* es solo del 28%. Las diferencias en la estructura de propiedad se reflejan en la composición del consejo de administración, de manera que, en los bancos dependientes, la gran mayoría de los consejeros son dominicales, mientras que, en el consejo de los dos grandes bancos, la gran mayoría son consejeros independientes.

Más allá de la definición vinculante de consejero independiente establecida en el CU, en el trabajo se han analizado ocho situaciones que pueden poner en entredicho la condición de independiente de los consejeros con ese calificativo (desde haber sido o no propuestos por la comisión de nombramientos hasta ostentar cargos en sociedades del grupo). De acuerdo con la información disponible en el año 2004, más del 70% de los consejeros de las sociedades del mercado continuo (un porcentaje aún mayor entre los bancos cotizados) están afectados por alguna circunstancia que potencialmente puede limitar su independencia, situación que mejora en el tiempo, de manera que en el año 2007 los consejeros afectados son alrededor de la mitad. Las potenciales incompatibilidades afectan también a consejeros clasificados como independientes que son miembros de las comisiones de nombramientos y/o auditoría, donde la exigencia de independencia es todavía mayor para su buen funcionamiento.

El análisis de las operaciones vinculadas sobre las que las sociedades informan también arroja cierta luz acerca de las prácticas de gobierno corporativo entre las sociedades cotizadas: las operaciones de financiación entre los bancos independientes y sus administradores son muy frecuentes, aunque de cuantía media sensiblemente inferior a la que se observa en el resto de sociedades. Entre las entidades bancarias, el valor medio de las operaciones vinculadas en las que interviene la sociedad y alguno de sus accionistas es bajo, mientras que las operaciones de financiación y los avales son más relevantes entre las empresas no bancarias en las que está presente algún banco como accionista influyente.

La proporción que representa la remuneración total del consejo de administración sobre los beneficios de las sociedades oscila entre el 0,3% para los dos grandes bancos en el año 2007 y el 0,9% en ese mismo año para el conjunto de sociedades no bancarias sin banco como accionista de control. Entre los bancos independientes (fuera de los dos grandes) y los dependientes las retribuciones de los consejeros representan alrededor del 0,8% de los beneficios. Se observa, además, una disminución de la ratio a medida que se pasa de grupos de empresas de menor tamaño a grupos de mayor tamaño medio, así como una disminución en el tiempo, de manera que puede hablarse de economías de escala en el coste de la administración y gobierno de las empresas. Cuando se desciende a remuneraciones medias por tipo de consejero comprobamos que ser consejero ejecutivo en uno de los dos grandes bancos supone percibir el doble de compensación que la que recibe un ejecutivo que no es consejero. Esta ratio entre la compensación de un ejecutivo consejero y la de otro que no lo es se sitúa cerca de 4 para el resto de bancos independientes. Para el conjunto de sociedades del mercado continuo, la relación de remuneración entre ejecutivos consejeros y no consejeros es del orden de 3 veces a favor de los primeros. La variable tamaño de la empresa es la que más contribuye a explicar las diferencias observadas en la retribución media de sus consejeros; además, la presencia de blindajes en los contratos de los consejeros se asocia positivamente con la retribución media de estos, incluso después de controlar por las diferencias de tamaño.

Finalmente, el análisis de las recomendaciones del CU muestra cómo predominan las situaciones de cumplir sobre las de explicar. Entre las recomendaciones que menos se cumplen y, por tanto, las empresas han de explicar el porqué, se encuentran el reproducir en la comisión ejecutiva una representación de consejeros similar a la que aparece en el consejo de administración, y la recomendación de transparencia en las retribuciones.

A modo de resumen, puede afirmarse que el gobierno de las sociedades cotizadas en España debe analizarse en un contexto en el que prima la estructura accionarial concentrada, con algunas excepciones, entre las que se encuentran los dos grandes bancos, con una propiedad accionarial muy dispersa. Partiendo del reconocimiento de una elevada concentración accionarial, se explican tanto la composición de los consejos (con las proporciones corres-

pondientes de consejeros dominicales e independientes) como las frecuentes operaciones vinculadas de la sociedad, las sociedades del grupo, los consejeros y los accionistas. Otra variable estructural para explicar las diferencias en el gobierno corporativo de las sociedades y, especialmente, las diferencias en la retribución media de los consejeros de unas sociedades y otras es el tamaño de la sociedad. Visto en conjunto, las sociedades españolas cotizadas cumplen en gran número las 58 recomendaciones que establece el CU, observándose una mejora en el grado de cumplimiento a lo largo del tiempo, así como, en general, un mayor cumplimiento de tales recomendaciones entre los bancos que entre las sociedades no bancarias.

## BIBLIOGRAFÍA

- BECHT, M., P. BOLTON, y A. ROELL (2003). «Corporate Governance and Control», en G. Constantinides, M. Harris y R. Stulz (eds.), *Handbook of the economics of finance, Vol. 1A Corporate finance*, Elsevier, North Holland.
- GUTIÉRREZ, M. (2003). «El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico», *Estabilidad Financiera*, 4, pp. 155-186.
- SALAS FUMÁS, V. (2003). «El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación», *Estabilidad Financiera*, 5, pp. 197-228.
- SANTELLA, P., C. DRAGO y G. PAONE (2007). *Who Cares About Director Independence?*, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=971189>.
- SHLEIFER, A., y VISHNY (1997). «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, 52, n.º 2, pp. 737-783.



## FORMALISMO JUDICIAL, CONTROL E INCENTIVOS EN EL CONCURSO DE ACREEDORES

Esteban F. van Hemmen (\*)

(\*) Esteban F. van Hemmen es profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Barcelona.

Las cifras contenidas en este artículo se han tomado de la Estadística Concursal-Anuario 2007, publicación del Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, juntamente con los datos de la Estadística Concursal del Instituto Nacional de Estadística (años 2007 y 2008) y del estudio sobre la retribución de los administradores concursales realizado por el Registro de Economistas Forenses, en 2006. Junto con los recursos aportados por el Colegio de Registradores, el presente trabajo ha recibido financiación de la Dirección General de Investigación Científica y Técnica (DGICYT) SEJ2007-67895-C04-03. Agradezco los apoyos que en las diversas fases del proyecto he recibido de Mariano Álvarez Pérez, Raimon Casanellas, Fernando Cerdà, José María de la Cruz, Francisco Javier Escobosa, Luis Fernández del Pozo, Inés Landín, José Meléndez, Ángel Rojo, Vicente Salas e Iñaki Vázquez. Asimismo, agradezco especialmente los comentarios recibidos por el evaluador de una versión previa. Los posibles errores y opiniones corresponden al autor.

Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.





El crecimiento del número de concursos experimentado en 2008 tiene un carácter marcadamente sectorial, representando las empresas de la construcción y los servicios inmobiliarios un 50% del total de procedimientos iniciados aquel año. Una vez iniciado, el concurso de acreedores reasigna los recursos con extraordinaria lentitud. Aportamos datos micro que indican que entre las causas de esta lentitud se encuentran el excesivo formalismo procesal, así como una asignación errónea de derechos de control. El hecho de que el legislador priorice la continuidad de la actividad empresarial tiene como efecto el retraso en la liquidación de activos de las empresas inviables, que son la mayoría. Como estrategia para la reducción de ineficiencias, sugerimos que, en los casos claramente inviables, las operaciones de liquidación no dependan de la finalización de trámites tan lentos como la elaboración de la lista definitiva de acreedores. También sugerimos la conveniencia de introducir un derecho preconcursal, que respalde legalmente la reestructuración del pasivo que el deudor acuerde con una proporción suficiente de acreedores, a fin de evitar que las posibles insolvencias por contagio (o de carácter sistémico) deriven hacia un procedimiento tan costoso como el concursal.

Como medida urgente ante la evolución de la situación económica, el pasado 27 de marzo de 2009 el Gobierno abordó estos problemas en el Real Decreto 3/2009. Por motivos editoriales, no tratamos este hecho en el cuerpo principal del artículo, sino que será objeto de comentario en un breve epílogo.

### 1 Introducción

Según el estudio comparativo de Claessens y Klapper (2005), España es uno de los países con menor relación entre el número de concursos y el número total de empresas. Los autores sugieren que el uso de procedimientos concursales está asociado positivamente con la eficiencia del sistema judicial. También señalan que los procedimientos que facilitan las opciones de reestructuración (frente a la liquidación) y que favorecen la permanencia del deudor en el control de los activos reducen el uso del sistema concursal, especialmente en los países con baja calidad del sistema judicial. El control del deudor suele tener efectos dilatorios, y la opción de reestructuración aumenta el número de trámites necesarios, lo que, combinado con la ineficiencia judicial, resulta en un procedimiento enormemente costoso frente a las soluciones extrajudiciales. En este sentido, como se argumentará en este artículo, las instituciones concursales españolas (incluso tras la reforma de 2003) reúnen todas las condiciones para que, una vez producida la insolvencia, los agentes afectados por la misma tiendan a preferir la re-negociación privada de los contratos.

Lo anterior se confirma comparando la estimación de Claessens y Klapper (2005) con los datos que Ruano y Salas [(2004), p. 168, cuadro 2] ofrecen sobre el porcentaje de empresas que tienen deuda bancaria en mora. Concretamente, para el período en que ambos estudios coinciden, 1992-1999, el porcentaje promedio de empresas con deuda bancaria en mora fue aproximadamente del 2,6%, mientras que el porcentaje de empresas que inició un concurso de acreedores fue del 0,025% (cálculo realizado directamente con los datos facilitados por Stijn Claessens). Aun admitiendo que las diferencias metodológicas limitan la comparación precisa y que no todas las empresas con deuda bancaria en mora necesariamente incumplen sus compromisos con una pluralidad de acreedores (presupuesto objetivo de los concursos), parece claro que el uso del sistema concursal ha sido escaso durante ese período.

Tras la entrada en vigor de la Ley Concursal en 2004 (que vino precedida de un período de carencia de un año) y a pesar del importante incremento en el número de concursos experi-

mentado en 2008 (ascienden a 2.528, según el INE), los datos indican que el sistema concursal español sigue teniendo un carácter residual; básicamente se acude a él cuando ya se han extinguido las posibilidades de continuidad de la empresa. Esta «levedad» [expresión acuñada por el profesor Bisbal (1994), a una década de la entrada en vigor de la Ley Concursal (2003)] constituye un rasgo institucional persistente en nuestro sistema concursal. Resulta paradójico que su levedad se deba precisamente a la falta de agilidad con que se desarrolla el procedimiento concursal en todas sus fases y supuestos.

El presente artículo centrará gran parte del análisis en la reasignación de los recursos patrimoniales de las empresas que se liquidan, por tratarse del supuesto más frecuente: alrededor de un 90% de los casos. Adoptando el símil de las fuerzas de gravedad, aportaremos evidencia empírica que conduce a concluir lo siguiente:

En su transcurso por el procedimiento concursal, los activos se encuentran sometidos a fuerzas atractivas que retrasan (cuando no impiden) su reasignación hacia usos más eficientes.

Las causas de este fenómeno son múltiples. Por supuesto, parte del problema puede atribuirse a la falta de medios. Es decir, los bajos niveles de gasto e inversión en tecnología y medios humanos contribuyen notablemente a retrasar la reasignación de los activos. Sin embargo, en el presente artículo analizaremos otros factores que también tienen un importante efecto y que se deben a errores en el diseño del procedimiento.

Entre los factores más importantes se encuentra el acusado formalismo procesal, que hace que el concurso carezca de la agilidad necesaria desde la perspectiva económica. Como ejemplo especialmente manifiesto de este problema, veremos que la protección de ciertas garantías en la fase común (primera etapa del concurso) retrasa el avance del procedimiento hacia la fase sucesiva, que es donde se define y ejecuta la reasignación de los recursos. De forma más general, veremos que el formalismo afecta a todo tipo de concursos, especialmente a los de menor dimensión, ya que los concursos abreviados (empresas con menos de un millón de euros de pasivo) comparten gran parte de los trámites de los concursos ordinarios, lo que es indicativo de la existencia de significativos costes fijos de carácter procesal.

Otro factor se relaciona con el planteamiento (en nuestra opinión, erróneo) de la asignación de derechos de decisión en el marco de un procedimiento único. Ciertamente, en la Ley Concursal [a la que también nos referiremos como LC (2003)] conviven principios tan distintos como el de conservación de la actividad empresarial (y su correlato de preservación de puestos de trabajo) y el de satisfacción de los acreedores. La presencia (o incluso el predominio) del primero puede tener efectos contraproducentes, ya que, a menos que el deudor opte explícitamente por liquidar la empresa, las operaciones de liquidación no pueden iniciarse hasta agotar todas las posibilidades de reestructuración. Como veremos, la incertidumbre sobre el destino de la empresa puede extenderse incluso más allá de la fase inicial del concurso (la fase común). En efecto, se detecta la existencia de errores de filtro (error clasificatorio de tipo I): de forma ficticia se mantiene la opción de reestructuración a empresas inactivas o claramente inviables. Ello viene acompañado por una inclinación a mantener el control de los recursos en manos del deudor por un tiempo superior al deseable, sin que este tenga incentivos para asignarlos a usos más eficientes.

Veremos también que un inadecuado diseño de incentivos en el Real Decreto 1860/2004, de 6 de septiembre, por el que se establece el arancel de derechos de administradores concu-

sales [al que también nos referiremos como RD (2004)], podría estar retrasando la ejecución de las operaciones de liquidación.

Una posible respuesta a estos problemas estructurales podría provenir de una interpretación de la ley distinta, extendiendo a un mayor número de casos algunas soluciones que la propia LC (2003) contempla como soluciones de carácter excepcional: para ello se requeriría un aprovechamiento más intensivo de la información disponible por parte de los jueces, de manera que pueda avanzarse el cambio de control (del deudor a los administradores concursales) y la liquidación de los activos a la fase común, en lugar de esperar al inicio de la fase de liquidación. Otra medida que probablemente contribuya a reducir ineficiencias es la introducción de un derecho preconcursal.

El artículo sigue con un breve comentario del contexto y la evolución reciente del sistema concursal (sección 2). Posteriormente expondremos los problemas que experimenta el concurso en su función de reasignación ex post de los recursos (sección 3). Antes de concluir (sección 5), proponemos una discusión sobre propuestas que podrían reducir las actuales ineficiencias, entre las cuales destaca el adelantar (en lo posible) las operaciones de liquidación a la fase común (sección 4). A la vez que se trabajaba en las primeras pruebas del presente artículo, el Gobierno ha abordado gran parte de los problemas analizados, introduciendo modificaciones específicas a la LC (2003) mediante el *Real Decreto-ley, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica* [al que también nos referiremos como RD (2009)]. Por razones editoriales, no podemos tratar los cambios legales en el texto principal, aunque sí realizaremos unas breves apreciaciones en un epílogo (sección 6).

## **2 Contexto y evolución reciente del sistema concursal**

Aunque algunos datos del año 2007 ya indican cambios de tendencia en la evolución de la economía española, resulta difícil encontrar indicadores tanto en el sector real como en el financiero que anticipen la fuerte contracción de la actividad experimentada en 2008. Según los Indicadores Económicos del Banco de España [(2008a), tabla 8.6, p. 57], la tasa de variación interanual de la financiación a sociedades no financieras residentes en España pasó de 28,0 en diciembre de 2006 (máximo desde diciembre de 1995), a una tasa de 17,4 en diciembre de 2007, en una senda descendente, hasta alcanzar la tasa de 8,0 de noviembre de 2008.

A lo anterior se unió el incremento de los activos dudosos, pasándose en el capítulo de financiación de actividades productivas de una cifra de 6.979 millones de euros en el tercer trimestre de 2007 a un total de 28.260 millones de euros en el tercer trimestre de 2008, de los cuales, 14.417 millones correspondieron al sector de las actividades inmobiliarias y 5.399 millones a la construcción [Banco de España (2008b), tabla 4.13, pp. 59-60]. Las cifras, no obstante, son aún muy modestas. En este sentido, en el *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2008, el Banco de España señaló que «los activos dudosos han crecido con intensidad en los negocios totales. Dicha intensidad se explica por el muy bajo punto de partida de las ratios de dudosos, después de un largo período de crecimiento sostenido de la actividad económica (...) La ratio de morosidad en los negocios totales se sitúa solo en el 1,3% (junio de 2008), pero seguirá creciendo en los próximos trimestres» [Banco de España (2008c), pp. 23-24].

Desde el plano de la economía real, gracias al avance del estudio que el profesor Maroto Acín realiza sobre *Las PYME españolas con forma societaria* [empleando la misma metodología de las anteriores ediciones; véase Maroto Acín (2007)], sabemos que en 2007 no se observaron cambios significativos en la facturación y rentabilidad de las micro y pequeñas empresas (el

Datos trimestrales

TRIMESTRE	TOTAL	P. FÍSICAS	SA	SRL	OTRAS
<b>AÑO 2007</b>					
I TR	218	9	49	156	4
II TR	212	5	62	132	13
III TR	190	3	44	141	2
IV TR	260	9	56	190	5
<b>Total 2007</b>	<b>880</b>	<b>26</b>	<b>211</b>	<b>619</b>	<b>24</b>
<b>AÑO 2008</b>					
I TR	359	10	69	277	3
II TR	542	26	93	419	4
III TR	667	22	134	501	10
IV TR (a)	960	80	191	710	9
<b>Total 2008</b>	<b>2.528</b>	<b>108</b>	<b>487</b>	<b>1.907</b>	<b>26</b>
<b>PORCENTAJES</b>					
Tasa de crecimiento anual	187	315	131	208	8
Distribución porcentual (suma 2007 y 2008)	100	4	20	74	1

FUENTE: INE, Estadística Concursal.

a. Para el cuarto trimestre de 2008, los datos son aún provisionales.

96% de la muestra), aunque sí se produjo una disminución del 15% en la facturación de las medianas empresas (el 4% de la muestra); las grandes empresas (un 0,4% de la muestra) reflejan, a su vez, un descenso de dos puntos porcentuales en la rentabilidad económica [véase Meléndez Pineda (2009)]. Por otra parte, según el Directorio Central de Empresas [Demografía de Empresas, bajas; Instituto Nacional de Estadística (2009a)], en 2007 el número de empresas con al menos un asalariado que cesaron su actividad fue de 89.290, cifra que en 2008 aumentó a 104.932.

Pasando ahora al contexto concursal, según la Estadística Concursal [Instituto Nacional de Estadística (2009b)], el cuadro 1 revela que el total de empresas que entraron en concurso en España durante el año 2007 fue de 880, y que se produjo un aumento muy significativo en 2008.

En efecto, los 2.528 concursos de 2008 representan una cifra elevada, no solo en relación con 2007, sino también respecto al referente histórico del máximo alcanzado en 1993 por el anterior sistema concursal (suma de suspensiones de pagos y quiebras): 2.064 concursos.

La cifra anual de concursos creció a una tasa del 187% en 2008, siendo 2,87 veces la registrada en 2007. También se observa una tasa de crecimiento anual mayor en las sociedades de responsabilidad limitada (un 208%), en comparación con la observada en las sociedades anónimas (un 131%).

Se trata, no obstante, de cifras relativamente modestas. Como ya apuntó el profesor Vicente Salas con respecto a 2007, «si tenemos en cuenta que en España existen algo más de tres

Datos trimestrales

TRIMESTRE	1-2	3-5	6-9	10-19	20-49	50-99	MÁS DE 100
<b>AÑO 2007</b>							
I TR	22	28	23	40	46	16	11
II TR	17	22	15	38	35	14	13
III TR	26	25	23	41	31	10	16
IV TR	20	26	40	49	45	22	14
<b>Total 2007</b>	<b>85</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>168</b>	<b>157</b>	<b>62</b>	<b>54</b>
<b>AÑO 2008</b>							
I TR	47	38	45	49	68	30	18
II TR	83	63	58	81	97	37	36
III TR	68	83	95	118	132	48	32
IV TR (a)	120	118	109	169	175	59	59
<b>Total 2008</b>	<b>318</b>	<b>302</b>	<b>307</b>	<b>417</b>	<b>472</b>	<b>174</b>	<b>145</b>
<b>PORCENTAJES</b>							
Tasa de crecimiento anual	274	199	204	148	201	181	169
Distribución porcentual (suma 2007 y 2008)	14	14	14	20	22	8	7

FUENTE: INE, Estadística Concursal.

a. Para el cuarto trimestre de 2008, los datos son aún provisionales.

millones de empresas y entre ellas cerca de la mitad no tienen personalidad jurídica (esto es, son personas físicas), en términos relativos las empresas con personalidad jurídica que se declaran en concurso representan algo más de 5 empresas por cada diez mil de este colectivo. El INE informa también que cada año cesan su actividad unas 80.000 empresas con personalidad jurídica, un número muy superior a las que declaran concurso [...] lo cual apunta a que en España, la negociación privada, fuera del sistema concursal, es la forma más frecuente de renegociar los compromisos con los acreedores» [Salas, prólogo a la Estadística Concursal-Anuario 2007, Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, pp. 3-4].

Es decir, deberíamos observar cifras extraordinariamente superiores para que el concurso de acreedores fuera un mecanismo realmente alternativo a la renegociación privada o extrajudicial. Como se verá más adelante, el concurso se caracteriza tanto por la falta de viabilidad de las empresas que acoge, como por sus elevados costes de transacción.

Antes de seguir, algunos datos internacionales nos ayudarán a valorar la intensidad del crecimiento de los concursos en España en el último año [como referencia a períodos anteriores, resulta muy interesante el ejercicio comparativo realizado por Espina (1999), capítulo 2].

Para hacer comparativos los datos, en aquellos países en que hay más de un procedimiento (p. ej., uno liquidatorio y otro de reestructuración), hemos sumado las cifras de los empleados por las empresas más frecuentemente. Este es el caso de Inglaterra y Gales, donde la tasa de crecimiento de las empresas que entraron en liquidación (*company liquidations*)

fue del 24% en 2008 respecto a 2007 (asciende a 15.535 empresas en 2008), mientras que la tasa de crecimiento anual en las empresas que iniciaron el procedimiento de reestructuración más frecuente, el *administration* (regulado bajo el *Enterprise Act 2002*), fue del 92% (con una cifra total en 2008 de 4.820 juicios, siempre con datos aún provisionales sobre el cuarto trimestre). En conjunto, los concursos crecieron a una tasa del 36%. Otro país en el que se ofrecen diversos procedimientos es Estados Unidos. Según la estadística del Administrative Office, US Courts [recogida por The Insolvency Service (2009)], que toma como referencia el 30 de septiembre para sus comparaciones interanuales, las liquidaciones (*Chapter 7*) crecieron en 2008 a una tasa del 57% respecto a 2007 (suman un total de 26.578 casos en 2008), mientras que las reestructuraciones (*Chapter 11*) crecieron un 50% (ascienden en 2008 a 7.962 procedimientos). Como se advierte en la tabla, la tasa de crecimiento conjunta fue del 55%. Los crecimientos fueron también significativos en Suecia, con un 27%. Por su parte, los concursos crecieron relativamente poco en Alemania (un 4%) y en Francia (un 13%).

En cualquier caso, el aumento de concursos sufrido por nuestro país en 2008 (el 187%) fue extraordinario. Precisamente en España un problema importante es que los jueces de lo mercantil vienen calificando la situación creada por este incremento en el número de concursos como de «emergencia» [*El País* (2008)]. Teniendo en cuenta que sus advertencias se produjeron ya a mediados de 2008, se puede afirmar que el número de concursos iniciado en la segunda mitad de 2008 (muy superior al de la primera mitad; véase el cuadro 1) ha sobrepasado completamente su capacidad de trabajo.

Para hacernos una idea del número de concursos que los juzgados de lo mercantil deben tramitar, quizás sea útil realizar algunas estimaciones a partir de la Base de datos Concursal del Colegio de Registradores. Empezando por la provincia con mayor número de concursos, Barcelona, estimamos que, a fecha de 8 de diciembre de 2008, se tramitaban alrededor de 480 concursos de empresas activas, que, distribuidos entre los seis juzgados de lo mercantil existentes (sin contar con la posterior incorporación de dos nuevos juzgados), arroja un promedio de unos 80 concursos de empresas activas por juzgado.

Este cálculo, muy tentativo, se ha realizado definiendo como activos aquellos concursos para los que posiblemente queden avances procesales pendientes, asumiendo:

- a) que los concursos iniciados antes de 2006 ya no generan nuevos trámites procesales a finales de 2008 [en las liquidaciones, que representan el 90% de los casos, los períodos procesalmente activos normalmente duran unos dos años; véase van Hemmen (2008), cap. 5], y
- b) que los procedimientos que alcanzaron un convenio antes de finales de 2008, aunque legalmente no hayan finalizado, ya no están activos desde la perspectiva procesal. Nótese que, para que los convenios finalicen legalmente el concurso, deben haberse cumplido todos los compromisos contenidos en ellos (compromisos que pueden extenderse varios años).

Siguiendo esta metodología de cálculo, la cifra podría ser aún mayor en Valencia, situándose entre los 100 y los 150 concursos de empresas activas por cada uno de los dos juzgados de lo mercantil existentes hasta la fecha. En Madrid, tercera provincia por volumen absoluto de concursos, estimamos que se están tramitando unos 40 concursos de empresas activas por cada uno de sus siete juzgados de lo mercantil. Entre las provincias que tienen un solo juzgado de lo mercantil (sin que otros de primera instancia les descarguen de trabajo), se

	ESPAÑA	FRANCIA (a)	ITALIA	ALEMANIA	SUECIA (b)	INGLATERRA Y GALES	ESTADOS UNIDOS (a)
Total 2006	853	39.652	10.192	23.293	2.560	16.697	23.603
Total 2007	880	40.828	–	20.491	2.469	15.016	22.231
Tasa crec. 07/06	3%	3%	–	–12%	–4%	–10%	–6%
Total 2008	2.528	45.932	–	21.359	3.141	20.355	34.540
Tasa crec. 08/07	187%	13%	–	4%	27%	36%	55%

FUENTES: España, [www.ine.es](http://www.ine.es); Francia, [www.insee.fr](http://www.insee.fr); Italia, [www.istat.it](http://www.istat.it); Alemania, [www.destatis.de](http://www.destatis.de); Suecia, <http://www.ssd.scb.se>; Inglaterra y Gales, <http://www.insolvency.gov.uk>, y Estados Unidos, <http://www.uscourts.gov>.

a. Períodos anuales que incluyen el cuarto trimestre del año anterior y los tres primeros del año indicado en la fila.

b. Empresas con al menos un trabajador.

encuentran: Málaga, Murcia, Zaragoza, La Coruña y Sevilla. Estos juzgados podrían estar llevando un promedio de 50 concursos de empresa activos.

Ante tal volumen de concursos, es imposible que los jueces de lo mercantil puedan fundamentar adecuadamente los supuestos de los autos y sentencias (especialmente los supuestos de hecho o fácticos). En consecuencia, como ya se ha señalado en un anterior trabajo [van Hemmen (2003)], teniendo en cuenta el diseño organizativo elegido por el regulador para los órganos concursales (donde el administrador concursal actúa como agente del juez – principal), actualmente pueden estarse generando significativos costes de agencia que limitan la eficiencia del procedimiento.

Pasemos a analizar, en el cuadro 3, la distribución y evolución de los concursos de empresas por tramos de asalariados.

Con respecto a 2007, en el año 2008 se advierten algunos cambios en la composición por tamaños: entre los tramos que más crecen destaca el de 1-2 asalariados, mientras que los tramos de 10-19 y de más de 100 asalariados son los que menos crecen. Es posible que en el futuro se sigan observando cambios en los extremos de la distribución.

En cualquier caso, conviene nuevamente poner los datos en perspectiva citando al profesor Vicente Salas: «[el] Directorio Central de Empresas (DIRCE) pone de manifiesto que la inmensa mayoría de las empresas españolas son de muy pequeña dimensión; por ejemplo, en la población de empresas con asalariados la mediana de la distribución de tamaños está entre 1 y 2 trabajadores. En cambio, según el INE la mediana de la población concursal con asalariados se sitúa entre los 10 y los 19 asalariados. Del total de empresas que emplean como mínimo a un asalariado, el tramo comprendido entre 1 y 2 asalariados incluye a un 57,2% de empresas, mientras que el porcentaje correspondiente a este tramo en el colectivo de empresas que se declaran en concurso se sitúa alrededor del 10%» [Salas, prólogo a la Estadística Concursal-Anuario 2007, Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, p. 4].

Las cifras del cuadro 3 varían marginalmente, ya que cubren un período más amplio, pero las conclusiones son las mismas. Parece claro que la dimensión de la empresa es un factor importante de la probabilidad de entrar en el concurso. Una posible explicación se encuentra en los elevados costes de asesoramiento e intermediación legal que acarrea la simple solicitud

Datos trimestrales

TRIMESTRE	INDUSTRIA Y ENERGÍA	CONSTRUCCIÓN	SERVICIOS INMOBILIARIOS	SERVICIOS NO INMOBILIARIOS
<b>AÑO 2007</b>				
I TR	67	38	24	67
II TR	61	31	23	56
III TR	60	38	19	60
IV TR	70	58	21	71
<b>Total 2007</b>	<b>258</b>	<b>165</b>	<b>87</b>	<b>254</b>
<b>AÑO 2008</b>				
I TR	81	83	57	94
II TR	133	124	104	129
III TR	148	167	142	158
IV TR (a)	214	258	187	216
<b>Total 2008</b>	<b>576</b>	<b>632</b>	<b>490</b>	<b>597</b>
<b>PORCENTAJES</b>				
Tasa de crecimiento anual	123	283	463	135
Distribución porcentual (suma 2007 y 2008)	27	26	19	28

FUENTE: INE, Estadística Concursal.

a. Para el cuarto trimestre de 2008, los datos son aún provisionales.

del concurso, que, como veremos en la sección 3, se añaden a los costes fijos (independientes de la dimensión del deudor) que se generan posteriormente a lo largo del procedimiento. Otra razón es que, cuando el número de acreedores es elevado, alcanzar y mantener acuerdos privados es más difícil. Es decir, en las empresas de mayor dimensión es más probable que cualquiera de sus acreedores inste al concurso en cualquier momento, a pesar de los esfuerzos del deudor por evitarlo.

Analicemos seguidamente (véase cuadro 4) la distribución por sectores de los concursos iniciados desde principios de 2007.

Según la distribución disponible en el último informe del Directorio Central de Empresas (correspondiente al 1 de enero de 2008), el 7% del total de empresas españolas corresponde a la industria, el 15% a la construcción y el 78% restante pertenece al sector servicios. Es decir, tanto las empresas industriales como las de la construcción se encuentran claramente sobrerrepresentadas en el ámbito concursal.

Por otra parte, casi el 50% de las empresas que entraron en concurso en 2008 se dedica a la construcción o a los servicios inmobiliarios. La crisis de la construcción tiene mayor impacto aún si tenemos en cuenta que en 2007 cerca del 17% de las concursadas del sector de la «Industria y energía» pertenecía a subsectores del ciclo constructivo [véase van Hemmen (2008), p. 13], proporción que muy probablemente debe de haber aumentado en 2008.



**CONCURSOS DE EMPRESAS INICIADOS EN 2007: RESULTADOS  
Y GENERACIÓN DE RECURSOS**

CUADRO 5

	% CON RESULTADO NETO NEGATIVO	% CON RESULTADO ORDINARIO NEGATIVO	% CON RECURSOS GENERADOS NEGATIVOS
Proporción de concursadas	60,60	62,01	51,96
TIEMPO PARA ATENDER EL EXIGIBLE CON LOS RECURSOS GENERADOS			
TRAMOS (AÑOS)	N.º	%	% ACUMULADO
No generan rec. posit.	305	51,96	51,96
25 o más	136	23,17	75,13
[10-25]	92	15,67	90,80
[5-10]	35	5,96	96,76
[0-5]	19	3,24	100,00
<b>Total</b>	<b>587</b>	<b>100,00</b>	

FUENTE: Colegio de Registradores, Estadística concursal-Anuario 2007.

En definitiva, los efectos sectoriales asociados a la construcción tienen un fuerte impacto sobre el crecimiento de los concursos en 2008. Si bien las cifras del resto de sectores fueron aún muy reducidas, es muy probable que en 2009 entren bastantes empresas por contagio. Es decir, a diferencia de la crisis de la primera mitad de los noventa, todo apunta a que en la actual crisis percibiremos efectos significativos de carácter sistémico en el sistema concursal.

Una vez analizada la forma social, el tamaño y el sector de las concursadas, conviene conocer algunos datos relativos a su situación financiera y económica.

Los datos no admiten dudas: las empresas entran en el concurso con muy pocas posibilidades de alcanzar un convenio. La mitad genera recursos negativos, y, entre las que generan recursos positivos, solamente el 9,2% podría atender a la totalidad del exigible en menos de 10 años.

Como la Ley Concursal [art. 100.1, LC (2003)] admite que el convenio incluya esperas como máximo de cinco años y quitas máximas del 50%, a priori como mucho un 10% de las empresas deberían poder alcanzar un convenio, que es aproximadamente la cifra que se observa en la práctica [véase van Hemmen (2008), capítulo 2, pp. 22-23]. Para alcanzar estos convenios son necesarios más de 14 meses (mediana), si se logran por la vía más frecuente, esto es, mediante la celebración de una junta de acreedores [van Hemmen (2008), p. 73]. Como veremos en el cuadro 9, en la sección 3.1, los plazos de los convenios anticipados también son excesivos. En general, en virtud de los convenios aprobados, estas empresas logran reducir el pasivo preconcursal ordinario (no privilegiado) entre un 47,1% y un 55,6% [promedio y mediana calculados a partir de los valores actuales de los compromisos adoptados; véase van Hemmen (2008), pp. 38 y 118].

El resto de las concursadas, nueve de cada diez, presenta claros signos de crisis estructural (imposibilidad de retribuir a los factores productivos a precios de mercado), siendo la liquidación la única solución posible. De ahí que gran parte del análisis que sigue se centre en los obstáculos que el actual sistema concursal plantea para la rápida reasignación de los recursos de estas empresas inviables.

### **3 Factores que retrasan la reasignación de recursos productivos**

#### **3.1 EXCESIVO FORMALISMO PROCESAL**

Como se ha adelantado en la introducción, una vez iniciado el concurso se ponen en marcha una serie de mecanismos que impiden la rápida reasignación de los recursos productivos hacia usos más eficientes. Analizaremos aquí el efecto de los siguientes factores: el excesivo formalismo procesal y la errónea asignación de derechos de decisión.

Antes de dar una visión de conjunto, quizás resulte interesante plantear el problema del formalismo procesal con un ejemplo concreto:

Aparte de los medios judiciales (materiales y humanos) que el Estado sufraga, la LC (2003) prevé que los costes del concurso se cubran con los recursos de las propias concursadas. En el momento de solicitar la declaración de concurso es frecuente que el deudor no disponga de liquidez, por lo que ciertos gastos necesarios para el avance procesal se ven desatendidos.

Este es el caso de los edictos que el procurador ha de enviar para dar conocimiento del concurso a los diversos interesados. Solo a partir de la última de estas comunicaciones empieza a contar el plazo de un mes para que los acreedores puedan poner en conocimiento del juzgado la existencia de sus créditos [art. 21.1.5.º, LC (2003)]. Por su parte, los administradores concursales han de elaborar su informe (que incluye una lista de acreedores) en dos meses [art. 74.1, LC (2003)].

Sin embargo, aun cuando los administradores concursales cumplan con su obligación dentro del plazo, deben solicitar al juez la extensión del mismo un mes más, ya que no se ha agotado aún el plazo dado a los acreedores para que comuniquen sus créditos, debido al retraso en dar publicidad al concurso.

Una vez producida esta contingencia, la administración concursal debe presentarse en el juzgado con un escrito de solicitud, en que queden fundadas las circunstancias extraordinarias que la motivan [art. 74.2, LC (2003)]. Las circunstancias descritas no son extraordinarias, y, aun cuando la administración concursal y el juez comparten conocimiento de las mismas desde el principio del concurso, la comunicación por medios electrónicos o la prórroga automática del plazo no sirven para superar el trámite.

Este ejemplo es muestra de un formalismo procesal que afecta prácticamente a cualquier trámite que se considere del concurso de acreedores, sin que el enorme volumen de comunicaciones generado por el mismo pueda agilizarse por medio de las tecnologías de la información que, de forma eficaz, se han aplicado en otros ámbitos de la administración.

De forma general, señalemos que procedimiento concursal se estructura en dos fases: común y sucesiva. Apuntemos que el cometido básico de la fase común es asegurar la protección del patrimonio del deudor frente a las posibles ejecuciones y pérdidas de valor, así como facilitar a los administradores concursales la elaboración de un inventario y una lista de acreedores (que conformarán el informe de la administración concursal), a partir de la información aportada por el deudor y de la comunicación de los créditos por parte de los acreedores. El informe de administración concursal sirve, concretamente, para reducir las asimetrías de información entre el deudor y los acreedores.

Dentro de este marco general, una de las particularidades del concurso de acreedores es que establece una tramitación abreviada para las pequeñas y medianas empresas que cumplan la condición de sumar hasta un millón de euros en pasivos. Tal como se señala en la Exposición de motivos:

**NÚMERO DE TRÁMITES QUE LOS ADMINISTRADORES CONCURSALES DEBEN REALIZAR, POR TIPO DE CONCURSO Y TRAMITACIÓN (ABREVIADA Y ORDINARIA)**

CUADRO 6

TIPO DE CONCURSADA	FINALIDAD	TRAMITACIÓN ABREVIADA	TRAMITACIÓN ORDINARIA
<b>Fase común</b>			
Empleados: 6 Pasivo: Menos de 200.000 euros	Reestructuración	107	–
	Liquidación	103	–
Empleados: 19 Pasivo: Alrededor de 1.000.000 de euros	Reestructuración	139	139
	Liquidación	122	122
Empleados: 116 Pasivo: Alrededor de 9.500.000 de euros	Reestructuración	–	193
	Liquidación	–	202
<b>Fase sucesiva</b>			
Empleados: 6 Pasivo: Menos de 200.000 euros	Reestructuración	7	–
	Liquidación	29	–
Empleados: 19 Pasivo: Alrededor de 1.000.000 de euros	Reestructuración	7	7
	Liquidación	38	38
Empleados: 116 Pasivo: Alrededor de 9.500.000 de euros	Reestructuración	–	12
	Liquidación	–	53

FUENTES: Comisión Intercolegial (2006) y Banco de España.

«[...] A mayor abundamiento, se han previsto reglas especialmente ágiles para los concursos de menor entidad» [Exposición de motivos, II, 4.º párrafo, LC (2003)].

Según los datos recogidos por el Instituto Nacional de Estadística (Estadística Concursal), desde su entrada en vigor hasta el tercer trimestre de 2008, el 52% de los concursos se tramitó por vía abreviada. Para este tipo de empresas, la mayor parte de los plazos se reducen «legalmente» a la mitad. El problema, sin embargo, es que esta provisión no viene acompañada de una reducción significativa de trámites.

En un estudio realizado por el Registro de Economistas Forenses con el respaldo de los tres consejos colegiales que representan a los profesionales que ejercen funciones de administración concursal (el Consejo General de Colegios de Economistas de España, el Consejo General de la Abogacía Española, y el Consejo Superior de Colegios Oficiales de Titulares Mercantiles), se identificaron los trámites y tareas que la aplicación de LC (2003) supone a los administradores concursales para diversos concursos-tipo [véase Comisión Intercolegial (2006), p. 69]. Veamos en el cuadro 6 algunos datos producidos por este estudio.

Puede encontrarse una detallada descripción jurídica de estos trámites en Cerdà (2006), mientras que la definición de los casos se realizó siguiendo los criterios propuestos por van Hemmen (2006a). El objetivo consistió en preguntar a profesionales expertos de la administración concursal cuántos trámites debían realizar en los procedimientos concursales, sometiendo sus estimaciones al contraste de diversos agentes y organismos (entre los que se encontraban el Ministerio de Justicia y el Ministerio de Economía y Hacienda), a efectos de limitar los posibles sesgos en sus respuestas. Dado que los trámites particulares de cada concurso dependen de numerosas contingencias, se definieron tres concursos-tipo (o teóricos), tomando como referencia la distribución de una muestra estadísticamente representativa. Estos

concursos-tipo son los que aparecen en el cuadro 6 y reflejan tres dimensiones distintas: la de una microempresa (con un pasivo cercano al percentil 20 de la muestra), la de una pequeña empresa (pasivo cercano a la mediana muestral), y la de una empresa mediana-grande (pasivo algo superior al percentil 90).

Los resultados son muy reveladores: para liquidar en tramitación abreviada una empresa que emplea a 6 asalariados y que suma un pasivo total inferior a los 200.000 euros (es decir, una microempresa), los administradores concursales deben realizar 103 trámites en la fase común y 29 en la fase de liquidación. Los profesionales consultados juzgaron estas cifras como excesivas.

Por su parte, liquidar una empresa con un pasivo de un millón de euros y que emplea a 19 asalariados requiere 122 y 38 trámites para la fase común y sucesiva, respectivamente, tanto si se tramita de forma abreviada como ordinaria. Recordemos que el millón de euros marca el límite entre ambos tipos de tramitación. Precisamente, para esta categoría intermedia (que en el momento en que se realizó el estudio correspondía a la mediana muestral) se propuso la cifra de un millón de euros para plantear a los profesionales la pregunta de si el número de trámites se reducía con la tramitación abreviada.

La respuesta fue negativa, con el problema añadido de que en la tramitación abreviada el trabajo se concentra en un único administrador concursal, siendo tres el número de administradores concursales a quienes se encarga el ejercicio de esta función en los concursos ordinarios. En definitiva, se produce el contrasentido de que la tramitación abreviada genera una carga de trabajo muy superior por administrador concursal, lo que representa un importante obstáculo para que este tipo de concursos se tramite con mayor agilidad.

Otro aspecto destacable es que el número de trámites aumenta con el tamaño de la empresa, requiriéndose un total de 202 y 53 trámites (fase común y sucesiva) para liquidar el concurso de mayor dimensión. No obstante, vemos que el número de trámites crece en menor proporción que el tamaño.

La impresión general es que el procedimiento tiene un fuerte componente de costes administrativos fijos, ajustándose mejor a las PYME-grandes empresas que a las microempresas. Así, el número total de trámites necesario para liquidar una microempresa con 6 empleados y un pasivo inferior a los 200.000 euros representa hasta un 80% de los que se requieren para liquidar una empresa con 19 empleados y 1.000.000 de euros, y hasta el 50% de los trámites necesarios para liquidar una empresa con 116 empleados y un pasivo cercano a los 10 millones de euros.

La inadecuación del procedimiento a los deudores pequeños es aún mucho más evidente en relación con el concurso de personas físicas (con o sin actividad empresarial), lo que explica el escaso número de las que se acogen al mismo.

Los problemas no se limitan al número de trámites, sino también a las formalidades exigidas para muchos de ellos. Hemos mencionado ya el formalismo que acompaña la solicitud de prórroga del plazo de presentación del informe de la administración concursal. En el conjunto del concurso, esto no parece especialmente grave: los administradores concursales consultados estiman que aquel trámite les requiere un total de 70 minutos de dedicación profesional directa [véase Comisión Intercolegial (2006)]. Afortunadamente, esto solo debe hacerse una vez. No es este el caso, sin embargo, de la comunicación que cada acreedor individual ha de hacer de su crédito, siempre que quiera asegurarse el quedar bien reflejado en la lista de acree-

	TRAMITACIÓN ABREVIADA	TRAMITACIÓN ORDINARIA
<b>Fase común que finaliza en fase de convenio</b>		
Promedio	12,0	12,8
Mediana	10,1	11,6
Observaciones	10	33
<b>Fase común que finaliza en fase de liquidación</b>		
Promedio	10,1	13,1
Mediana	9,3	12,3
Observaciones	224	162

FUENTE: Colegio de Registradores, Estadística concursal-Anuario 2007.

dores. Esta gestión no puede hacerse directamente con los administradores concursales, sino que debe tramitarse por mediación del juzgado, lo que aumenta extraordinariamente los costes administrativos, especialmente en los concursos grandes.

Para apreciar el impacto que estos problemas burocráticos causan sobre la duración del concurso, en el cuadro 7 se muestran los tiempos necesarios para alcanzar la fase sucesiva, en función del tipo de tramitación (hablaremos de la duración de las fases sucesivas más adelante).

Que el sistema concursal requiera alrededor de un año para resolver la incertidumbre sobre el futuro de la empresa (es decir, para reducir asimetrías de información gracias al informe de la administración concursal y para decidir si se irá a la fase de convenio o a la de liquidación) revela su incapacidad como mecanismo para la reasignación de recursos. A lo largo de ese período de incertidumbre, se van generando elevados costes por falta de confianza de proveedores, trabajadores, clientes..., unidos a los posibles costes por obsolescencia y por la falta de un adecuado mantenimiento de los activos.

También puede apreciarse que la fase común de los concursos abreviados que derivan a la fase de liquidación es algo más rápida, requiriendo alrededor de un 75% del tiempo necesario para la tramitación ordinaria. En cambio, en los concursos orientados a la fase de convenio, la tramitación abreviada no produce una reducción significativa: un 94% y un 87% del total observado en los concursos ordinarios (promedio y mediana, respectivamente). En definitiva, se comprueba que en ningún caso los plazos se reducen a la mitad, como pretende el legislador.

Los resultados de los cuadros 6 y 7 nos muestran un sistema inflexible y excesivamente formal, en absoluto adaptado a las necesidades de las empresas. ¿De donde proviene este exceso de formalismo procesal? Desde el derecho, el formalismo judicial se suele asociar a la voluntad de garantizar ciertos derechos de los intervinientes en los juicios. Sin embargo, desde el punto de vista económico se advierte que con frecuencia la equidad entra en conflicto con la eficiencia [véase esta discusión en Djankov et ál. (2003)].

Dentro de la fase común del concurso encontramos un ejemplo claro de este conflicto entre equidad y eficiencia: concretamente, el artículo 96.1 de la LC (2003) establece un plazo de diez días para que cualquier interesado pueda impugnar el inventario y la lista de acreedores

**DURACIÓN (MESES) DE LOS TRÁMITES DE IMPUGNACIÓN DEL INVENTARIO  
Y LISTA DE ACREEDORES**

CUADRO 8

	TRAMITACIÓN ABREVIADA	TRAMITACIÓN ORDINARIA
<b>Tiempo entre presentación del informe de administración concursal e inicio de la fase sucesiva</b>		
Promedio	6,4	9,1
Mediana	5,9	8,9
Observaciones	57	68

FUENTE: Colegio de Registradores, Estadística concursal, *Anuario 2007*.

presentados por los administradores concursales. Pueden ser objeto de impugnación hechos como la inclusión o exclusión de bienes y de créditos, y la clasificación de estos según el orden de prioridad o privilegio [arts. 96.2 y 96.3, LC (2003)]. No hay duda de que, a medida que aumenta la dimensión del concurso, serán mayores los medios judiciales que deben destinarse a resolver estas impugnaciones, que han de tramitarse por el llamado «incidente concursal», con el problema de que el procedimiento no puede avanzar a la siguiente fase hasta que no se dicte la última sentencia resolutoria de estos incidentes. Como señaló el profesor Ángel Rojo en el prólogo a la Estadística Concursal-Anuario 2006 [véase van Hemmen (2007), p. 4], nos encontramos ante el verdadero «cuello de botella» del procedimiento.

Según el estudio antes referido de la Comisión Intercolegial (2006), se estima que los administradores concursales normalmente podrían dedicar alrededor de tres horas (dedicación profesional directa) para preparar e intervenir en tres incidentes concursales planteados en relación con la lista de acreedores de una microempresa (unos 200.000 euros de pasivo). En concursos con un pasivo igual o superior al millón de euros, el tiempo necesario podría ser de 12 horas. A ello habría que añadir el tiempo que se precisa para reelaborar el inventario con las modificaciones que procedan, así como la presentación del texto definitivo con la exposición motivada: 20 minutos, una hora y media, y tres horas para la microempresa, la pequeña empresa (1.000.000 de euros de pasivo) y la empresa mediana-grande (10.000.000 millones de pasivo), respectivamente. Aclaremos que estos tiempos se refieren a los directamente dedicados por los profesionales en su función de administración concursal. Desafortunadamente, el tiempo que realmente transcurre entre la fecha de presentación del informe de la administración concursal y el inicio efectivo de la fase sucesiva (tras resolver las impugnaciones) se extiende extraordinariamente, tal como se refleja en el cuadro 8.

Se confirma que estos incidentes de impugnación son muy costosos para el desarrollo del concurso, observándose que en la tramitación ordinaria son necesarios tres meses más que en la tramitación abreviada (medianas). Si contrastamos las cifras del cuadro 8 con las aportadas en el cuadro 7, concluimos que la mayor parte del tiempo de la fase común (entre un 60% y un 70%, aproximadamente) se dedica a la resolución de las impugnaciones del inventario y la lista de acreedores.

Juntamente con el colapso judicial por motivos estrictamente procesales, la posibilidad de impugnar plantea un problema de coordinación entre los diversos participantes del concurso, dado que quien ejerce este derecho solamente está teniendo en cuenta los beneficios y costes individuales de su acción, sin considerar el coste colectivo que el retraso por la resolución del mismo provoca sobre el conjunto de los interesados (extensión de la incertidumbre sobre el futuro de la empresa, pérdidas de valor de los activos, retraso en la recuperación del crédito, etc.).

**TIEMPO (MESES) NECESARIO PARA APROBAR UNA PROPUESTA  
ANTICIPADA DE CONVENIO**

CUADRO 9

	TRAMITACIÓN ABREVIADA	TRAMITACIÓN ORDINARIA
Promedio	10,7	13,9
Mediana	8,4	12,1
Observaciones	4	13

FUENTE: Colegio de Registradores, Estadística concursal-Anuario 2007.

Ante esta evidencia, nos preguntamos si no sería posible solventar estos problemas con un sistema de garantías basado, en primera instancia, en el contraste de datos por medios más ágiles (especialmente, admitiendo como prueba las comunicaciones por vía electrónica), sin perjuicio de reparar más adelante los posibles daños y, sobre todo, sin que ello implique la paralización del procedimiento. Para evitar que esta solución conduzca posteriormente a una judicialización aún mayor, se podría limitar el ejercicio de estas acciones a los créditos que superen ciertas cuantías.

Agilizar las operaciones de la fase común contribuiría, en gran medida, a liberar los actuales obstáculos para la presentación y aprobación de las llamadas «propuestas anticipadas de convenio», que el deudor puede plantear en la misma solicitud del concurso o bien hasta la expiración del plazo para la comunicación de los créditos. Caso de alcanzarse las suficientes adhesiones [que sumen al menos la mitad del importe del pasivo ordinario; art. 124, LC (2003)], las propuestas anticipadas suponen la aprobación del convenio en la misma fase común. Como se señala en la Exposición de motivos,

«La regulación de esta propuesta anticipada permite, incluso, la aprobación judicial del convenio durante la fase común del concurso, con una notoria economía de tiempo y de gastos respecto de los actuales procedimientos concursales» [Exposición de motivos, VI, 3.º párrafo, LC (2003)].

Como vemos en el cuadro 9, la realidad es que la propuesta anticipada dista mucho de ser una vía ágil para la renegociación de los contratos de crédito.

Los costes de la fase común parecen ser la principal razón por la que se observan tan pocos convenios aprobados por esta vía.

3.2 ERRÓNEA ASIGNACIÓN  
DE DERECHOS DE DECISIÓN Y  
DISEÑO DE INCENTIVOS

En esta sección estudiaremos la forma en que los objetivos planteados por el legislador (y la correspondiente asignación de derechos de decisión e incentivos dentro del concurso) se proyectan sobre el control y sobre la reasignación de los recursos productivos de las empresas concursadas.

3.2.1 Ejercicio de la opción  
de reestructuración

Los objetivos del procedimiento quedan reflejados en la Exposición de motivos de la LC (2003), de la que extraemos unos párrafos:

«La unidad del procedimiento de concurso se consigue en virtud de la flexibilidad de que la ley lo dota, que permite su adecuación a diversas situaciones y soluciones, a través de las cuales puede alcanzarse la satisfacción de los acreedores, finalidad esencial del concurso [...]» [Exposición de motivos, II, 4.º párrafo, LC (2003)].

FASE DE LIQUIDACIÓN TRAS APERTURA DE FASE DE CONVENIO	
<b>Procedimiento abreviado</b>	
Promedio	12,3
Mediana	11,5
Observaciones	49
Porcentaje sobre el total de fases sucesivas iniciadas	17
<b>Procedimiento ordinario</b>	
Promedio	16,7
Mediana	16,0
Observaciones	60
Porcentaje sobre el total de fases sucesivas iniciadas	23

FUENTE: Colegio de Registradores, Estadística concursal-Anuario 2007.

«Las soluciones del concurso previstas en la ley son el convenio y la liquidación [...] El convenio es la solución normal del concurso, que la ley fomenta con una serie de medidas, orientadas a alcanzar la satisfacción de los acreedores [...]» [Exposición de motivos, VI, 1.º y 2.º párrafo, LC (2003)].

La LC (2003) plantea la fase común como un filtro que tiene por objeto definir qué solución debe adoptarse para la empresa: el convenio o la liquidación. Los operadores concursales (juez y administración concursal) actúan como intermediarios en una decisión que, finalmente, recae en el deudor y en los acreedores.

No obstante, hasta no alcanzarse la fase sucesiva, el deudor puede mantener la incertidumbre sobre el futuro de la empresa, incluso en el caso de que el juez decidiera sustituirlo por la administración concursal. Concretamente, puede mantener la opción de reestructuración con independencia de la mayor o menor predisposición de los acreedores a negociar, y del estado económico y financiero de la empresa. Así, incluso cuando no existan posibilidades de alcanzar un acuerdo, o si la empresa hubiera cesado sus actividades, y a menos que el deudor opte por lo contrario, el procedimiento inicia la fase de convenio por defecto [arts. 110.1 y 111.1, LC (2003)].

Las cifras del anterior apartado sobre la duración de la fase común nos persuaden de que, una vez finalizada esta, los agentes participantes en el concurso han dispuesto del tiempo suficiente como para decidir si desean la continuidad de la empresa o su liquidación. Sin embargo, algunos datos revelan la existencia de errores (temporales) de filtro de tipo I: esto es, la apertura fallida de la fase de convenio, con posterior derivación a la fase de liquidación. Veámoslo en el cuadro 10 más arriba.

Se aprecia que estos errores de filtro se producen en un 17% de las fases sucesivas iniciadas en concursos abreviados y en un 23% de las fases sucesivas iniciadas en concursos ordinarios. Asimismo, se observa que es necesario el transcurso de 11,5 y 16 meses (medianas de la tramitación abreviada y ordinaria, respectivamente) para derivar los concursos hacia la liquidación. Si comparamos estas cifras con las expuestas en el cuadro 7, concluimos que la liquidación se retrasa entre 2 y 4 meses más debido a los errores de filtro.



Puede argumentarse que en algunos de estos casos realmente existían posibilidades de alcanzar el convenio. Sin embargo, parece muy difícil que, transcurridos períodos de entre 10 y 12 meses, aún puedan quedar dudas sobre si la empresa es viable o no. Planteado de otra manera: ¿era necesario extender aún más el procedimiento? Más bien parece que, en estos casos, el deudor, que poco tiene que perder con el retraso de una posible liquidación en la que sería el último en prioridad de cobro (es decir, donde no cobraría nada), simplemente mantiene la ficción de la posible viabilidad en espera de que se produzca un suceso extraordinario que salve la empresa. Siendo completamente racional, su estrategia no hace sino consumir recursos y perjudicar a los acreedores.

Un aspecto que agrava lo anterior es que los tiempos observados en 2007 son superiores (alrededor de dos meses) a los correspondientes a 2006, sugiriendo que las dificultades de los juzgados para gestionar este tipo de situaciones están creciendo [puede encontrarse una comparación más amplia de los años 2006 y 2007 en van Hemmen (2009)].

En definitiva, en tanto que el sistema concursal mantenga viva la opción de reestructuración, se deja en segundo plano el verdadero problema que se ha de resolver: cómo reasignar los recursos de las empresas inviables. Postergar las operaciones de liquidación solo puede originar costes. Así, en tanto que no se produzca la transacción, los activos pueden deteriorarse por falta de recursos para su adecuado mantenimiento. Porque, si bien con el inicio del procedimiento se liberan recursos (por no tener que atender inmediatamente las deudas), las concursadas generalmente sufren graves problemas de circulante, ya que dejan de recibir financiación de sus proveedores (hay que pagar al contado) y de sus bancos (muy reacios a abrir nuevas líneas de crédito). A ello se añade que los clientes dejan de pagar, lo que ha dado lugar a la expresión «suspensión de pagos, suspensión de cobros».

### 3.2.2 Información disponible y carácter contingente del control

Respecto al control de los recursos, ya hemos apuntado en anteriores trabajos que el concurso de acreedores tiene carácter contingente [van Hemmen (2003), p. 54, y van Hemmen (2004a), p. 198]. Esta particularidad se debe a que el control depende, en última instancia, de la decisión del juez. A su vez, esta decisión se ve influida por dos contingencias [art. 40, LC (2003)]. La primera contingencia es la identidad del solicitante del procedimiento. Si el deudor solicita el concurso (concurso voluntario), en principio conservará la administración del patrimonio, actuando los administradores concursales como supervisores de la gestión: la ley define esta situación como de «intervención».

Alternativamente, si el concurso lo solicita algún acreedor o cualquier otro legitimado (concurso necesario), la administración concursal se hará cargo de la administración del patrimonio, hablándose en este caso de «suspensión». Sin embargo, en ambos casos el juez puede proveer lo contrario, bien al principio del concurso (circunstancia que queda reflejada en el propio auto de declaración de concurso), bien en cualquier momento posterior (para lo cual dictará un auto de modificación de facultades patrimoniales del deudor).

Veamos en el cuadro 11 la relación entre la identidad del solicitante del concurso y la decisión judicial sobre el control de la empresa, según lo dispuesto en el propio auto de declaración de concurso (al principio del procedimiento).

Observamos en primer lugar que el número de concursos voluntarios es muy superior al de concursos necesarios: 713 concursos voluntarios frente a 91 necesarios. Este hecho podría vincularse a la voluntad del deudor de mantener el control, así como de evitar que en un eventual juicio de responsabilidad (juicio de calificación) se le califique como culpable por incumplir el deber de solicitar el concurso una vez conocido su estado de insolvencia [arts. 5 y 165.1.º, LC (2003)].

CONTROL DEL CONCURSO	SOLICITANTE			
	NECESARIO	PORCENTAJE	VOLUNTARIO	PORCENTAJE
Suspensión	82	90,1	56	7,8
Intervención	9	9,9	657	92,1
	91	100	713	100

FUENTE: Colegio de Registradores, Estadística concursal-Anuario 2007.

No parece, por tanto, que los acreedores estén muy motivados a iniciar el concurso, a pesar de la posible ventaja que representa la mayor probabilidad de que el deudor sea sustituido por los administradores concursales, y a pesar también del siguiente incentivo: «los créditos de que fuera titular el acreedor que hubiere solicitado la declaración del concurso y que no tuvieren el carácter de subordinados, hasta la cuarta parte de su importe» tendrán la consideración de créditos con privilegio general [art. 91.6, LC (2003)].

Frente a estos incentivos, cabe señalar que el acreedor instante incurre en gastos legales (abogado y procurador), así como en un cierto riesgo, ya que «el juez podrá pedir al solicitante que preste fianza para responder de los eventuales daños y perjuicios que las medidas cautelares pudieran producir al deudor si la solicitud de declaración del concurso resultara desestimada» [art. 17.2, LC (2003)]. Por otra parte, también es cierto que los acreedores están peor informados sobre la situación del deudor, lo que le permite tener la iniciativa. Asimismo, los costes del concurso parecen lo suficientemente elevados como para que los acreedores traten de evitar el concurso.

Por otro lado, también se observa en el cuadro 11 que los jueces generalmente asignan el control en función del solicitante. Una cuestión que se plantea es esta: ¿nos informa la identidad del solicitante sobre la mejor o peor capacidad del deudor para administrar la empresa? El hecho de que sean los acreedores quienes soliciten el concurso posiblemente refleje una escasa capacidad de control de la situación, de ahí que los jueces decidan trasladar el control a los administradores concursales. Otra posibilidad es que, en los casos de suspensión, la empresa se encuentre en muy mal estado, de manera que el juez avance a la fase común el cambio de control que igualmente acabaría produciéndose con la apertura de la fase de liquidación.

Una cuestión relacionada con lo anterior es: con la solicitud del concurso, ¿se ofrece al juez la suficiente información sobre la situación de la empresa? Por una parte, el artículo 6 de la LC (2003) indica que, con el escrito de solicitud de declaración del concurso, el deudor debe acompañar documentos que contienen información jurídica y económica. Con independencia de la valoración que posteriormente realice la administración concursal, los datos patrimoniales contienen indicios que el juez puede utilizar para valorar la gravedad y alcance de la crisis: así, por el inventario conocerá la existencia de trabas (embargos) que afecten a los bienes y derechos, y los datos contables le informarán sobre los niveles de actividad del deudor. La memoria aportada por el deudor incluye, entre otras cuestiones, la expresión de sus valoraciones y propuestas sobre la viabilidad patrimonial [véase el art. 6.2.2.º, LC (2003)]. Asimismo, caso de tratarse de persona jurídica, se podrá conocer si la empresa se encuentra ya en estado de liquidación, dada la obligación de expresar la identidad de los liquidadores. Por otra parte, por la relación de acreedores se podrá conocer si algún acreedor hubiera reclamado

**PRESENTACIÓN DEL PLAN DE LIQUIDACIÓN EN LA SOLICITUD  
DEL CONCURSO VOLUNTARIO Y CONTROL ASIGNADO POR EL JUEZ**

CUADRO 12

FASES DE LIQUIDACIÓN INICIADAS EN EL PERÍODO 1 DE ENERO 2007-8 DE DICIEMBRE DE 2008	LIQUIDACIONES QUE INICIARON EN CONCURSOS VOLUNTARIOS «SIN» SOLICITUD DE LIQUIDACIÓN	LIQUIDACIONES QUE INICIARON EN CONCURSOS VOLUNTARIOS «CON» SOLICITUD DE LIQUIDACIÓN	LIQUIDACIONES QUE INICIARON EN CONCURSOS NECESARIOS
Liquidaciones	488	289	72
Sustitución de deudor	21	51	68
Sustitución / Liquidaciones	4%	18%	94%

FUENTE: Colegio de Registradores, Base de Datos Concursal.

judicialmente el pago [art. 6.2.4.º, LC (2003)]. Finalmente, el artículo 21.1.1.º de la LC (2003) señala que el auto debe expresar si, en caso de concurso voluntario, el deudor solicitó la liquidación.

En el supuesto de haber solicitado el concurso los acreedores (concurso necesario), no se contempla que, previamente al auto de declaración, el juez reciba información tan detallada por parte del deudor, a menos que este formule oposición, en cuyo caso deberá probar que no se encuentra en situación de insolvencia, aportando pruebas contables [cuando estuviera obligado a llevar contabilidad; art. 18.2, LC (2003)]. En el concurso necesario no se plantea, por tanto, la posibilidad de que el deudor solicite la liquidación.

Veamos en el cuadro 12 la relación entre la solicitud (o no) de la liquidación (en los concursos voluntarios) y la asignación del control al deudor o a los acreedores (tanto en los voluntarios como en los necesarios), para el conjunto de concursos que finalmente inició la fase de liquidación.

Observamos que en los concursos voluntarios el juez sí tiene en cuenta el hecho de que el deudor haya solicitado la liquidación: la sustitución se produce en un 18% de los casos, frente al 4% en los casos en que no se solicitó la liquidación. Sin embargo, el 18% parece un porcentaje muy escaso, teniendo en cuenta que en el resto de casos (el 82%) el deudor seguirá administrando los recursos. Por otra parte, parece contradictorio que en el 94% de los concursos solicitados por los acreedores se produzca la sustitución, mientras que la voluntad de liquidar la empresa puesta de manifiesto por el propio deudor no produzca el mismo efecto sobre el control.

En cualquier caso, si uno de los principales cometidos del concurso es reasignar recursos, y la eficiencia depende de cómo se administren durante el procedimiento, nos preguntamos si no sería más eficiente que los administradores concursales tomaran control de los recursos tan pronto se conociera la voluntad del deudor de liquidarlos. En empresas sin viabilidad (y en interés de los acreedores), los administradores concursales podrán planear y ejecutar las operaciones de liquidación con la mayor rapidez posible. No parece ser este el criterio adoptado por los jueces, quienes, además, raramente utilizan la posibilidad de modificar el control en otro momento posterior del concurso [véase van Hemmen (2008), pp. 48-49]. Esta posterior modificación siempre sería a solicitud de los administradores concursales [art. 40.4, LC (2003)], cuyos incentivos se analizan en el siguiente apartado.

3.2.3 Incentivos de los administradores concursales

Señalemos que las propuestas de liquidación comentadas en el apartado 3.2.2 (esto es, las presentadas por el deudor) tienen valor orientativo, ya que posteriormente los administradores concursales deberán presentar su propio plan, que podrá ser aprobado por el juez [art. 148.2,

LC (2003)] o no, en cuyo caso se aplicarían unas reglas supletorias que la propia ley provee [arts. 148.2 y 149, LC (2003)]. Como vemos, en lo que a la reasignación de recursos se refiere, el legislador atribuye un papel central a los administradores concursales. Se añaden las siguientes competencias:

- A solicitud de los administradores concursales, el juez puede cerrar total o parcialmente las oficinas, establecimientos o explotaciones, así como decidir el cese o la suspensión (total o parcial) de la actividad empresarial [art. 44.4, LC (2003)].
- En caso de plantearse la continuidad de la actividad empresarial por medio de la propuesta anticipada de convenio, la administración concursal emitirá informes sobre la viabilidad de las propuestas realizadas, que, sin ser vinculantes, el juez tomará en cuenta para decidir su admisión o su rechazo [art. 107.2, LC (2003)]; en los demás casos, la evaluación quedará a disposición de los interesados [art. 115.1 y 2, LC (2003)].
- Otro aspecto importante es que la administración concursal puede incluso solicitar al juez el rechazo de los acuerdos alcanzados entre deudor y acreedores si estima que son imposibles de cumplir [arts. 128.2 y 129.3, LC (2003)].
- También la administración concursal puede, por iniciativa propia, extinguir o suspender los contratos con la alta dirección [art. 65.1, LC (2003)].
- Asimismo, puede decidir el pago con cargo a la masa de los créditos con privilegio especial, sin necesidad de realizar los bienes y derechos afectos [art. 155.2, LC (2003)].
- Por otra parte, antes incluso de la fase de liquidación y a solicitud de la administración concursal, el juez puede decidir la enajenación de bienes y derechos afectos a créditos con privilegio especial, con subsistencia del gravamen y subrogación del adquirente, o bien destinándose lo obtenido al pago del crédito [art. 155.3, LC (2003)].
- Se ha apuntado en la sección 3.2.2 la posibilidad de que, en cualquier momento posterior al auto de declaración de concurso, el juez determine que los administradores concursales sustituyan al deudor en la administración, a solicitud de estos. De forma especial, cabe comentar también que la sustitución se produce automáticamente con la apertura de la fase de liquidación [art. 145.1, LC (2003)].

Dada la amplitud y relevancia de las atribuciones de los administradores concursales, parece razonable pensar que la calidad de las decisiones que afectan a la reasignación de recursos dependerá, en gran medida, de sus incentivos. Se hace necesario, por tanto, analizar el Real Decreto 1860/2004, de 6 de septiembre, por el que se establece el arancel de derechos de administradores concursales.

Según la regulación actual, el cálculo de la retribución de los administradores concursales depende de una serie de parámetros de volumen y complejidad del concurso. Sin entrar aquí en el detalle del RD (2004), sírvanos comentar algunas de sus líneas generales:

	PROMEDIO	MEDIANA	OBSERVACIONES
Procedimientos abreviados	14,2	14,1	67
Procedimientos ordinarios	16,0	14,8	24

FUENTE: Colegio de Registradores, Estadística concursal-Anuario 2007.

- Entre los parámetros utilizados, ocupa el lugar más importante el volumen de las masas patrimoniales del deudor, teniendo el activo mayor peso que el pasivo [art. 4.1, RD (2004)].
- Por otra parte, se establecen incrementos retributivos en el caso de la suspensión de las facultades de administración y disposición de la masa activa [art. 4.2, RD (2004)], así como en el supuesto de tramitación abreviada [art. 4.5, RD (2004)].
- El cese o suspensión de la actividad del concursado produce una disminución retributiva [art. 5.1 y 2, RD (2004)].
- Otros indicadores de complejidad podrían incrementar la retribución: la falta de calidad de la información contable aportada por el deudor, la dispersión geográfica de los establecimientos del deudor, el número de trabajadores, la tramitación de expedientes que afecten a las relaciones laborales, el número de acreedores, la emisión de valores admitidos a cotización en mercado secundario oficial y el carácter de entidad de crédito o de seguros de la concursada [art. 6, RD (2004)].

Los criterios apuntados se refieren a la fase común del concurso. Durante cada uno de los meses de duración de la fase sucesiva, también percibirán el 10% de la retribución aprobada para la fase común, con la particularidad de que si la fase sucesiva es de liquidación, a partir del séptimo mes el porcentaje se reduce al 5% [art. 9.2, RD (2004)].

Este último aspecto es muy relevante, ya que vemos que la retribución en la fase sucesiva no depende de la calidad o de la carga del trabajo (del número de trámites) realizado, sino de su duración. Así, en caso de falta de viabilidad, el RD (2004) no está incentivando a los administradores concursales a actuar rápidamente en la liquidación de los bienes y derechos, aspecto que los datos sobre la duración de la fase de liquidación confirman claramente, como puede verse en el cuadro 13.

Los períodos son muy extensos, más si se tiene en cuenta que la LC (2003) prevé que, transcurrido un año desde la apertura de la fase de liquidación sin que esta hubiera finalizado, cualquier interesado pueda solicitar al juez la separación de los administradores concursales, separación que el juez aceptará de no existir causa que justifique la dilación [art. 153.1 y 2, LC (2003)].

Las consecuencias de la prolongación indebida son la pérdida del derecho a percibir las retribuciones devengadas, debiendo reintegrar las cantidades ya percibidas desde la apertura de la fase de liquidación [art. 153.3, LC (2003)]. A juzgar por la duración observable en el cuadro 13, es posible que esta penalización solo se aplique ocasionalmente, de manera que los administradores, además de tender a agotar el plazo del año, no sientan excesiva presión para ajustar la fase de liquidación a este límite.

**RETRIBUCIÓN DE LA FASE COMÚN (EUROS), EFECTOS  
DE LA INTERVENCIÓN/SUSTITUCIÓN**

CUADRO 14

COMPARACIÓN DE LOS EFECTOS DEL CONTROL SOBRE LA RETRIBUCIÓN POR HORA TRABAJADA				
EMPRESAS INACTIVAS	FACULTADES DE ADMINISTRACIÓN	ARANCEL EN FASE COMÚN	HORAS POR ADMINISTRADOR CONCURSAL (a)	RETRIBUCIÓN POR HORA TRABAJADA
<b>Caso 1</b>	Intervención	1.681,73	135,96	12,37
	Sustitución	1.891,94	164,75	11,48
<b>Caso 2</b>	Intervención	9.603,56	213,83	44,91
	Sustitución	10.804,01	288,25	37,48
<b>Caso 3</b>	Intervención	8.668,56	87,44	99,13
	Sustitución	9.752,13	117,64	82,9
<b>Caso 4</b>	Intervención	57.609,47	149,5	385,35
	Sustitución	64.810,66	248,53	260,78

DESCRIPCIÓN DE CASOS	
<b>Caso 1</b> Empleados: 6 Pasivo: menos de 200.000 euros Tramitación: abreviado Estado: inactiva	<b>Caso 2</b> Empleados: 19 Pasivo: alrededor de 1.000.000 de euros Tramitación: abreviado Estado: inactiva
<b>Caso 3</b> Empleados: 19 Pasivo: alrededor de 1.000.000 de euros Tramitación: ordinario Estado: inactiva	<b>Caso 4</b> Empleados: 116 Pasivo: alrededor de 9.500.000 euros Tramitación: ordinario Estado: inactiva

FUENTE: Van Hemmen (2006b).

a. La diferencia en horas entre el caso 2 (concurso abreviado) y el caso 3 (concurso ordinario) se explica por el hecho de que el número de administradores concursales pasa de uno a tres.

Un tema importante es que, tal como se ha sugerido en la anterior sección, cuando la empresa no sea viable conviene que los administradores concursales sustituyan al deudor en la fase común, hecho que es bastante infrecuente en los concursos voluntarios (solicitados por el deudor): de esta forma se podrían avanzar algunas ventas de activos o ir preparando las operaciones de liquidación antes de la fase sucesiva.

Dado que la gran mayoría de concursos son voluntarios y a la vez acaban en liquidación (aproximadamente un 84%), esta es una cuestión crítica desde la perspectiva de la eficiencia del sistema concursal. Según el estudio ya citado anteriormente, realizado con la colaboración de los profesionales que desempeñan labores de administración concursal, se da la circunstancia de que la retribución por hora trabajada en la fase común de empresas inactivas es sensiblemente menor si sustituyen al deudor, aspecto que se recoge en el cuadro 14 (puede verse la metodología empleada en van Hemmen, 2006b).

Puede comprobarse que, a pesar del incremento retributivo asociado al supuesto de sustitución, por el que el legislador reconoce el mayor esfuerzo que el control de la concursada supone para los administradores concursales, lo cierto es que el tiempo adicional de dedicación que esta sustitución representa para estos profesionales es tal que la retribución por hora trabajada se reduce sensiblemente en comparación con el supuesto de intervención.

Es decir, el incremento retributivo previsto por el RD (2004) no compensa el esfuerzo por asumir el control. La implicación parece clara: los administradores no tienen incentivos para sustituir al deudor en la fase común. El problema es que, tras dictarse el auto de declaración de concurso, esta sustitución solo se produce por iniciativa de ellos mismos.

#### 4 *Discusión*

En la presente sección retomaremos algunos de los aspectos tratados anteriormente, con el propósito de motivar la discusión, especialmente en el ámbito regulador.

##### 4.1 SENSIBILIDAD EX ANTE A LOS INCENTIVOS LEGALES DEL CONCURSO

En la sección 2 se ha observado que el número de concursos es muy reducido en relación con la población total de empresas, así como respecto del total de las que salen del mercado. Sin embargo, no puede afirmarse que el escaso uso del mecanismo judicial se deba al desconocimiento de su existencia: producida la insolvencia, los deudores no ignoran la posibilidad de que cualquier interesado solicite el concurso. En realidad, el concurso está presente en la renegociación privada de contratos como posible ruptura de la misma, aunque esta ruptura se produzca con poca frecuencia.

El claro predominio de concursos voluntarios sobre los necesarios (véase el cuadro 11, sección 3.2.2) sugiere que el deudor desea evitar la pérdida del control que generalmente se produce con el concurso necesario, así como reducir el riesgo de que el concurso sea declarado culpable (si se aprecia la existencia de retraso en la solicitud una vez conocida la situación de insolvencia). Los acreedores, por su parte, prefieren evitar un concurso costoso que únicamente reducirá la recuperación del crédito.

Es decir, los datos sugieren que, al menos respecto a la decisión de solicitar el concurso, los agentes sí responden a los incentivos planteados por el legislador. Esta sensibilidad a los incentivos también pudo constatarse con anterioridad a la reforma de 2003. En aquel momento, las empresas en crisis podían iniciar dos procedimientos distintos: la suspensión de pagos y la quiebra. Tal como se describe en van Hemmen (1999), la legislación penal daba un trato más desfavorable a las quiebras, lo que hizo que las suspensiones de pagos predominaran claramente a lo largo del tiempo. Sin embargo, tras la crisis de 1993-1994, esta tendencia cambió, a causa de dos factores: 1.º) debido a la crisis, numerosas empresas iniciaron la suspensión de pagos en peor estado, por lo que en 1995 muchas de ellas acabaron derivando hacia la quiebra; 2.º) con la reforma del Código Penal en 1996 (en su capítulo de insolvencias punibles) se eliminó la diferencia de trato entre procedimientos, lo que produjo un cambio estructural que condujo al predominio de las quiebras en los años que quedaron hasta la reforma de 2003.

Un reto importante para la investigación y para el regulador será analizar si los efectos ex ante del concurso se extienden más allá del período de insolvencia. Pensando en el supuesto más extremo: ¿afectan las leyes concursales a los contratos de crédito suscritos por las empresas más sanas de la economía?

Al disponer únicamente de indicadores imperfectos sobre la calidad de la empresa, los elevados costes del concurso podrían estar racionando el crédito y aumentando el precio de las transacciones ex ante (en forma de prima de riesgo por insolvencia). Por otra parte, tal como se sugirió en White (1996), dado que con la quiebra los directivos pierden su empleo y los emprendedores su fuente de ingresos, el predominio de las liquidaciones en el sistema concursal podría reducir costes por riesgo moral, esto es, les podría estar induciendo a aumentar el esfuerzo para así minimizar la probabilidad de insolvencia.

En la medida en que los anteriores efectos influyeran en todas las transacciones financieras, así como en el esfuerzo de todos los directivos y emprendedores, el concurso estaría jugando

un papel importante en el sistema financiero y económico. Conocer hasta qué punto esto es así es muy relevante.

#### 4.2 EX POST: AGILIZAR LAS OPERACIONES DEL CONCURSO

En relación con los costes ex post, y teniendo en cuenta la calidad de la información disponible en el concurso, una cuestión relevante sería saber si es posible agilizar el procedimiento, de manera que las actuales inercias procesales fueran sustituidas por vías más eficientes en la reasignación de recursos.

En este sentido, dado que a corto plazo no son previsibles grandes reformas a la LC (2003), resulta práctico discutir qué tipo de mejoras se podrían introducir bajo los parámetros actuales. Un importante paso en esta dirección podría ser mejorar la relación entre los procesos de información y reasignativos.

Tal como se plantea actualmente, la información crítica que ha de orientar los mecanismos de reasignación de recursos (el valor de los activos) y distributivos (la lista de acreedores) ha de presentarse en el mismo documento: el Informe de la administración concursal. El hecho de que ambos tipos de información deban ver la luz simultáneamente (en la fecha concreta de presentación del Informe) impone restricciones sobre el uso eficiente de la misma. La realidad es que elaborar la lista de acreedores es mucho más lento y costoso que valorar los activos, dado que lo primero involucra a un número mucho mayor de agentes.

El problema es que actualmente las decisiones de reasignación están muy condicionadas a que se disponga de una fotografía absolutamente precisa del pasivo. Lógicamente, para celebrar una junta de acreedores es necesario que quienes acudan a ella tengan una idea clara de su posición con respecto al conjunto. Sin embargo, para empresas que no tienen viabilidad, ¿es necesario esperar a que se elabore la lista definitiva de acreedores (tras las impugnaciones) antes de liquidar los activos? Muchas de las disputas sobre la lista de acreedores tienen motivación distributiva. En general, no parece muy útil a los intereses del concurso que los procesos distributivos interfieran tan claramente en los procesos reasignativos [Hart (1995), capítulo 7].

Ya hemos apuntado que, desde el inicio mismo del concurso, el juez dispone de indicadores que permiten conocer inequívocamente si la empresa está activa o no. Más claramente aún, hemos visto que la ley permite al deudor acompañar la solicitud del concurso con una propuesta de liquidación, contingencia que se produce en un 37% de los concursos voluntarios que finalizan en liquidación, como se deriva de los datos del cuadro 12 (sección 3.2.1). Resulta revelador que, precisamente en circunstancias como estas, sean los propios administradores concursales quienes exijan a los deudores que los planes que presenten sean lo más completos posibles, dado que son estos quienes conocen mejor cómo deben liquidarse los activos [Casanellas (2008)].

Cabe señalar que, entre los mecanismos existentes para liquidar activos, se encuentran la venta judicial directa y el procedimiento de apremio (sistema basado en la pública licitación). Este último (para el que la LC se remite a la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil) se plantea como opción residual, en caso de no aprobarse un plan de liquidación (que ha de ejecutarse en la fase sucesiva).

Desde la perspectiva de los costes de transacción, conviene saber que el procedimiento de apremio es mucho más formal y costoso que la venta directa, especialmente si se trata de transferir los activos de forma separada (y no como unidad productiva, donde los gastos del procedimiento de apremio se generan una sola vez para todos los bienes que la integran).



Si convenimos en que resulta deseable ejecutar las operaciones de liquidación lo más pronto posible (insistimos: sin esperar a la fase sucesiva y solo en casos de clara inactividad o falta de viabilidad de la empresa), la LC (2003) ofrece algunas opciones interesantes, que, sin embargo, se utilizan relativamente poco, dado que tanto el legislador como la jurisprudencia les atribuyen un carácter excepcional.

Concretamente, los mecanismos que permiten la liquidación de activos en fase común (sin esperar a la fase sucesiva) se describen a continuación:

- 1 Si bien los bienes con garantía real afectos a la actividad productiva están especialmente protegidos [hasta que no se apruebe un convenio o transcurra un año desde la declaración de concurso sin que se hubiera producido la apertura de la liquidación; art. 56.1, LC (2003)], a solicitud de la administración concursal, el juez podría decidir su enajenación con subsistencia del gravamen y subrogación del adquirente, o bien destinando lo obtenido al pago del crédito [art. 155.3, LC (2003)]. La enajenación se haría en subasta, salvo que el juez autorice (a solicitud de la administración concursal) la venta directa «al oferente de un precio superior al mínimo que se hubiese pactado y con pago al contado» [art. 155.4, LC (2003)].

Desde el punto de vista formal, se plantean ciertas garantías que generan costes de transacción, como el hecho de «anunciar la oferta y sus condiciones con la misma publicidad que corresponda a la subasta del bien y [...] si se presentase mejor postor, se abrirá licitación entre todos los oferentes y se acordará la fianza que se haya de prestar» (Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 10 de Santander de 10 de diciembre de 2007). Pero lo cierto es que puede ser una vía eficiente si se desea evitar la pérdida de valor durante el período que precede a los plazos descritos en el artículo 56.1 de la LC (2003).

- 2 Por otra parte, si bien el artículo 43.1 de la LC (2003) señala que «[e]n el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre la masa activa, se atenderá a su *conservación* del modo más conveniente para los intereses del concurso [...]», en la práctica se permite que (hasta la aprobación judicial del convenio o la apertura de la liquidación) se enajenen o graven los bienes del deudor con autorización del juez [art. 43.2, LC (2003)]. Es decir, la LC (2003) admite la posibilidad de que se liquiden activos en la fase común, siempre con autorización judicial.

No obstante, el ejercicio de esta opción no tiene carácter ilimitado. En efecto, tanto la doctrina (académicos y juristas) como la jurisprudencia interpretan esta opción con carácter restringido, para evitar que se traduzca en una liquidación anticipada. Resulta útil citar las circunstancias que, según el Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Madrid de 23 mayo de 2005, podrían justificar la autorización judicial:

- Necesidades de tesorería para atender gastos de administración del concurso.
- Carácter perecedero de los bienes para enajenar.
- Susceptibilidad de rápida depreciación de los mismos.
- Conveniencia de eludir —atendiendo a su escaso o incierto valor— gastos de conservación (depósito o almacenaje).

- Necesidad de ahorrar rentas del local en que se encuentran bienes de inmovilizado material en los casos de falta de continuidad de la actividad empresarial.
- Ofertas de compra que, revistiendo interés para la masa, se formulan con vigencia temporal limitada y resultan de incierta o improbable reiteración futura.
- Etc.

Respecto al procedimiento para la enajenación, el propio auto interpreta claramente que no ha de ser el procedimiento de apremio: «a) En unos casos, porque la obligada dilación de los trámites correspondientes al procedimiento de apremio es capaz de malograr de modo definitivo e irreversible la operación de venta (piénsese en el perecimiento natural de los productos, la depreciación considerable de las existencias, la pérdida definitiva —y de dudosa reproducción futura— de una oferta de compra aceptable, etc.); b) En otros casos, porque esa misma dilación comporta el mantenimiento en el tiempo de costes (depósitos, rentas, etc.) cuya importancia económica, unida a la de los gastos ineludibles del apremio judicial (peritaciones, publicaciones, etc.), es capaz de absorber y neutralizar plenamente cualquier virtual mejora de precio —en todo caso, de probabilidad sumamente discutible— que el sistema de pública licitación pudiera propiciar» (Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Madrid de 23 mayo de 2005).

La liquidación en fase común requiere que los administradores concursales tomen una posición activa en el procedimiento, y que el juez dicte la sustitución del deudor por los administradores concursales en la administración y disposición del patrimonio. Asimismo, dado que estamos pensando en empresas inviables, convendría que el artículo 43 de la LC (2003) acogiera explícitamente cualquier supuesto de liquidación. Concretamente, como medida de conservación y administración de la masa activa, proponemos la reforma del artículo 43, de manera que admitiera la aprobación judicial (a propuesta de la administración concursal) de un plan de liquidación en fase común.

#### 4.3 ALTERNATIVAS PRECONCURSALES

Es posible que la decisión de entrar o no en el concurso dependa no solo de los costes de transacción de cada alternativa, sino también de aspectos distributivos (es decir, de cómo distribuye el concurso los costes de la insolvencia). No obstante, a no ser que los efectos distributivos produzcan importantes distorsiones (por ejemplo, procedimientos que, promoviendo la supervivencia de la empresa, transfieran buena parte del valor al deudor, convirtiendo a los acreedores sin garantía en los verdaderos *residual claimants* —condición que, a priori, los contratos de crédito reservan al deudor—), el total de activos que entra en concurso se relacionará directamente con la eficiencia del mismo [Claessens y Klapper (2005)]. Es decir, una reducción de costes procesales aumentará el volumen de activos reasignados por el sistema concursal.

Dados los cuantiosos costes del sistema concursal, se ha apuntado que un problema de nuestro ordenamiento es la inexistencia de un derecho preconcursal [véase Fernández del Pozo (2001)]. El derecho preconcursal tendría por objeto dar respaldo legal a la reestructuración de deuda que el deudor acuerde con los acreedores que representen una proporción suficiente del pasivo, sin necesidad de recurrir a un procedimiento costoso como es el concurso. La certificación del acuerdo por una autoridad legal (no necesariamente judicial) facilitaría la coordinación y protegería a los firmantes del riesgo de acciones no cooperativas por parte de cualquiera de los interesados: sin respaldo de una autoridad legal, la credibilidad de los acuerdos privados es reducida, dado el riesgo de que cualquier legitimado no firmante del

acuerdo solicite el concurso, lo que eventualmente tendría efectos rescisorios sobre el acuerdo extrajudicial, a tenor de lo dispuesto en el artículo 71.1 de la LC (2003): «Declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta». El problema es que, según el artículo 71.2, se presume perjuicio patrimonial cuando se trate de «pagos u otros actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso». En este sentido, conviene recordar la solución que el profesor Ángel Rojo aportó en su Propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal (redactada el 12 de diciembre de 1995, y publicada el 15 de febrero de 1996), según la cual cualquier deudor podría presentar un acuerdo de reestructuración presentando un acta notarial del mismo al registro mercantil en que figurara inscrito [véase el texto en Fernández del Pozo (2001), pp. 187-191].

Disponer de un derecho preconcursal es especialmente necesario cuando las crisis entran en episodios de carácter sistémico: es decir, crisis en las que una proporción significativa de las empresas cae en la insolvencia por contagio. Ni siquiera una mejora drástica en la eficiencia del actual concurso de acreedores lo haría adecuado para el tratamiento de este tipo de situaciones. El referido derecho preconcursal funcionaría en todo tipo de crisis y podría cohabitar con el concurso de acreedores.

Una fórmula distinta, específicamente pensada para las crisis de tipo sistémico, consistiría en proveer un procedimiento concursal de emergencia orientado a las insolvencias causadas por *shocks* macroeconómicos. Como señala Stiglitz [(1999a), p. 1515; (1999b), p. 326)], «en presencia de quiebras sistémicas, los frecuentes retrasos en los procedimientos concursales estándar imponen enormes costes sociales». Su propuesta nace precisamente a raíz de los cuantiosos costes sufridos a finales de los noventa por los países del Este asiático.

El objetivo de este procedimiento (que Stiglitz llama «*super Chapter 11*») sería transferir parte de la propiedad a los acreedores, pero sin que los administradores perdieran el control de la empresa. Dado que en estos casos son factores de carácter exógeno los que llevan a muchas de las empresas a la insolvencia, la carga de la prueba sobre la posible persistencia de una mala gestión recaería en los acreedores.

La utilidad del *super Chapter 11* es que actuaría como un mecanismo de cortocircuito en la espiral destructiva que se produce en las crisis sistémicas. Resulta llamativo que, con motivo de la actual crisis, tanto Zingales (2008) como Miller y Stiglitz [(2008), p. 6, nota al pie n.º 6] defiendan la aplicación de soluciones parecidas a esta, incluso en los mercados financieros más desarrollados.

## 5 Conclusión

Las empresas de la construcción y de servicios inmobiliarios representaron en 2008 un 49% del total de concursos iniciados, una proporción muy superior al 33% observado en 2007. Con seguridad, la construcción seguirá teniendo un peso importante en el número de concursos de 2009, así como en los años sucesivos. No obstante, aparte de las crisis producidas por errores de carácter idiosincrásico (atribuibles a la propia empresa), es muy probable que el sistema concursal entre en una nueva etapa, caracterizada por la aparición de empresas cuya insolvencia se ha producido por contagio, es decir, concursos de carácter sistémico. Se trataría de empresas para las que la entrada en el concurso ya no sería, a priori, un indicador claro de mala gestión. En este sentido, a efectos de evitar a estas empresas los enormes costes del procedimiento judicial, hemos argumentado que el concurso debería complementarse con alguna fórmula de derecho preconcursal, solución que nos prepararía mejor para afrontar eventuales escenarios de tipo sistémico.

En cuanto a las empresas que han iniciado el concurso hasta finales de 2008, en la sección 2 hemos apuntado que la mayoría lo hizo en una situación financiera y económica muy deteriorada, por lo que parece eficiente ex post que generalmente acaben en liquidación. Sin embargo, como se ha señalado a lo largo del artículo, las objeciones no se centran en «qué está haciendo» el sistema concursal, sino en «cómo lo está haciendo».

En este sentido, en la sección 3 hemos mostrado que el formalismo procesal, la asignación de derechos entre los agentes participantes y los erróneos incentivos a los administradores concursales influyen decisivamente en los costes de transacción del procedimiento, costes que hemos aproximado por la duración de las diversas fases del mismo. También hemos identificado ineficiencias clasificatorias de carácter temporal, ya que el concurso permite que algunas empresas inviables inicien la fase de convenio antes de la de liquidación (errores de filtro de tipo I).

Dado el énfasis que el legislador pone en la continuidad de la actividad, muchos bienes permanecen en el concurso por más tiempo de lo deseable, especialmente cuando su valor disminuye con el tiempo o peligra por riesgos asociados a la situación de crisis. Con todo, hemos argumentado en la sección 4.2 que la LC (2003) ofrece opciones para liquidar activos en la fase común (tanto si los bienes están afectos a créditos garantizados como si no). Conviene potenciar esta flexibilidad si se desea una reducción drástica de los costes de transacción.

El contenido de este artículo se ha centrado en los efectos microeconómicos ex post del concurso. Sería muy útil que futuras investigaciones analizaran los efectos macroeconómicos que la lentitud con que el concurso reasigna los recursos (concretamente, el retraso con que los activos regresan al mercado) pueda estar provocando en el ciclo económico. En este sentido, habría que valorar si un procedimiento concursal que transfiriera rápidamente los activos a los acreedores o al mercado, reduciendo los actuales costes de transacción ex post, podría intensificar o mitigar la prociclicidad ex ante que Jiménez y Saurina (2006) observan en el riesgo del crédito.

En la medida en que los efectos ex ante del concurso fueran significativos, sería conveniente que las instituciones concursales se diseñaran en coherencia con los instrumentos regulatorios que (también ex ante) inciden en las políticas crediticias de las entidades de depósito. Tal coordinación habrá de superar el obstáculo que ciertas dependencias del pasado suponen para el diseño del sistema concursal: tanto el procesalismo judicial como el mantener la ficción de la continuidad de las empresas concursadas tienen una arraigada tradición en España. Si la mejora de los mecanismos de aplicación ex post de la ley (enforcement) no fuera posible, deberemos confiar en las soluciones provenientes de otros ámbitos, como el de la supervisión bancaria. Concretamente, la regulación bancaria debería poner mayor énfasis en reducir el riesgo de crédito ex ante, de manera que se limite el acceso al crédito de los deudores que tuvieran mayor probabilidad de impago ex post.

Como sugieren Djankov et ál. [(2007), pp. 325-326], las características de los mercados financieros están condicionadas por ciertas posiciones institucionales de partida que limitan las estrategias disponibles para cada país, frente a lo cual, cada uno de ellos elige especializarse en las instituciones que mayores posibilidades de mejora ofrecen.

## 6 Epílogo

Frente al conjunto de problemas descrito, el Gobierno ha respondido con la introducción de cambios específicos a la LC (2003), mediante la aprobación del *Real Decreto-ley, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución*

*de la situación económica.* Habida cuenta de la dificultad de modificar una ley tan compleja como la LC (2003), cabe destacar la rapidez de la reacción del Gobierno, producida poco después del repentino cambio de tendencia experimentado por las cifras de concursos en los trimestres precedentes. No es este el momento de valorar en profundidad las medidas contempladas en el RD (2009), valoración que habrá de llegar con el contraste de los datos que el propio sistema concursal vaya generando. Sin embargo, dado que la revisión de la LC (2003) interesa directamente a los temas hasta aquí tratados, no finalizaremos el artículo sin antes realizar algunas apreciaciones.

En primer lugar, destaca la novedad de que el deudor pueda presentar una propuesta anticipada de liquidación para la realización de la masa activa [art. 142 bis, LC (2003; nueva redacción), introducido por el art. 11 del RD (2009)]. Esta propuesta podrá realizarse hasta los quince días siguientes a la presentación del informe de la administración concursal. La administración concursal emitirá un informe en un plazo de 10 días y, tras las observaciones que las partes personadas y demás interesados formulen, el juez resolverá rechazar o aprobar la liquidación anticipada. Resulta importante señalar que la aprobación judicial dará inicio a la apertura de la fase de liquidación y que el juez podrá autorizar el pago de créditos «sin esperar a la conclusión de las impugnaciones promovidas, adoptando las medidas cautelares que considere oportunas en cada caso para asegurar su efectividad y la de los créditos contra la masa de previsible generación» [art. 142 bis, 2, LC (2003; nueva redacción), introducido por el art. 11 del RD (2009)]. De esta forma, se abre una vía para la liquidación en fase común, lo que permite «liberar» a los activos de la concursada de las fuerzas atractivas de carácter procesal a que nos hemos referido en la introducción (sección 1) del artículo, y que impedían su reasignación eficiente: en los casos en que el deudor solicita la liquidación, las decisiones asignativas podrán realizarse sin interferencia de los procesos distributivos. No obstante, advertimos que la apertura de la fase de convenio sigue en manos del deudor, y que, como hemos argumentado en la sección 4.2, creemos que la liquidación anticipada también debería extenderse a supuestos en que el deudor no la solicitara, siempre que el juez dispusiera de evidencia suficiente sobre la inactividad o inviabilidad de la concursada. Por otra parte, apuntemos también que hay margen para la mejora en el mercado de activos de empresas concursadas: creando, por ejemplo, un instrumento que ofrezca información desde cualquier lugar de España sobre los bienes que fueren objeto de liquidación (al menos de los que superen cierto valor), así como de las fechas para su ejecución, lo que permitiría un ajuste más eficiente de oferta y demanda.

Otro aspecto muy positivo del RD (2009) es la introducción de los llamados «acuerdos de refinanciación». Se trata de una modificación de gran alcance, ya que ofrece una alternativa preconcursal a las empresas en dificultades, resolviendo una de las principales carencias de nuestro ordenamiento jurídico (como se apuntó en la sección 4.3). Se consideran acuerdos de refinanciación aquellos que, acompañados de un plan de viabilidad, se alcancen «por el deudor, en virtud de los cuales se proceda al menos a la ampliación significativa del crédito disponible o a la ampliación de sus obligaciones, bien mediante la prórroga de su plazo de vencimiento, bien mediante el establecimiento de otras contraídas en sustitución de aquéllas» [Disposición adicional cuarta, LC (2003; nueva redacción), introducida por el art. 8 del RD (2009)]. Cabe subrayar la amplitud de lo que se entiende por acuerdo de refinanciación, lo que permitirá que un buen número de empresas puedan beneficiarse de esta posibilidad, evitando en muchos casos su deriva hacia el procedimiento concursal. A efectos de alcanzar el debido reconocimiento legal, el acuerdo debe cumplir tres condiciones: contar con el respaldo de tres quintos del pasivo del deudor; ser objeto de un informe técnico de un experto independiente designado por un registrador mercantil, y formalizarse en instrumento público. A partir de este momento, los acuerdos de reestructuración del pasivo quedan ampliamente protegidos del

riesgo de rescisión que implica, en etapa concursal, el artículo 71.1 de la LC (2003), dado que «solo la administración concursal estará legitimada para el ejercicio de las acciones de impugnación contra estos acuerdos» [Disposición adicional cuarta, apartado tercero, LC (2003; nueva redacción), introducida por el art. 8 del RD (2009)].

Tampoco puede pasar por alto la flexibilización de las condiciones requeridas para la preparación, presentación y aprobación de la propuesta anticipada de convenio: el deudor que, dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia, comunique al juzgado el inicio de negociaciones con los acreedores dispondrá de tres meses para obtener las adhesiones necesarias. Una vez transcurridos estos tres meses, «el deudor, haya o no alcanzado las adhesiones necesarias [...] deberá solicitar la declaración del concurso dentro del mes siguiente» [art. 5.3, LC (2003; nueva redacción), cambio introducido por el art. 10, apartado uno, del RD (2009)]. Añade el RD (2009) que, en caso de solicitarse dentro de este plazo, el concurso tendrá carácter voluntario [art. 22.1 de la LC (2003; nueva redacción), introducido por el art. 10, apartado tres, del RD (2009)]. Es decir, tras la modificación legal se protege al deudor que prepara una propuesta anticipada de convenio del riesgo de que algún acreedor se le adelante en la solicitud del concurso (concurso necesario), con las consecuencias negativas que ello le podría ocasionar. Este beneficio viene acompañado de otros adicionales. Por una parte, y en posible respuesta a las objeciones planteadas desde círculos profesionales [véase Casanellas (2008)], se aplica una drástica reducción de los supuestos de prohibición a la presentación de la propuesta anticipada, contemplándose ahora únicamente dos de los ocho casos contenidos en la redacción original del artículo 105.1 de la LC (2003). También se relaja el criterio de admisión de la propuesta anticipada de convenio si esta se presenta con la propia solicitud de concurso voluntario: en ese supuesto, bastará con que las adhesiones alcancen la décima parte del pasivo [art. 106.1, LC (2003; nueva redacción), introducido por el art. 10, apartado seis, del RD (2009)], frente al criterio más general de exigir, como mínimo, una quinta parte del pasivo.

Sin que con ello se agote la lista de mejoras introducidas por el RD (2009), finalizaremos subrayando el esfuerzo del regulador por agilizar los trámites procesales, tema que ha sido objeto de análisis en el apartado 3.1 del artículo. Así, destaca el apremio por proveer reglamentariamente un sistema de publicidad y comunicaciones basado, preferentemente, en el uso de medios telemáticos, informáticos y electrónicos, reduciendo en lo posible la intermediación del procurador del solicitante del concurso. Destaca la gratuidad de la publicación de la declaración del concurso en el Boletín Oficial del Estado [art. 23.1, LC (2003; nueva redacción), introducido por el art. 6, apartado cinco, del RD (2009)], así como el importante papel que el Registro Público Concursal habrá de desempeñar [véase la nueva redacción del art. 198 de la LC (2003), introducida en el art. 6, apartado once, del RD (2009)], instrumento que centralizará la información, a la vez que dará acceso gratuito en Internet a las resoluciones que traigan causa del concurso. La efectividad de esta medida evitará, por ejemplo, que se produzcan retrasos por falta de medios en casos como el descrito al principio de la sección 3.1 del presente artículo. Las mejoras en la publicidad de las resoluciones se complementan con una simplificación del incidente concursal [art. 194.4 de la LC (2003; nueva redacción), cambio introducido por el art. 12, apartado doce, del RD (2009)], lo que permitirá agilizar el trámite de la impugnación del inventario y la lista de acreedores [véase la nueva redacción del art. 96.1 de la LC (2003), tras la modificación introducida por el art. 12, apartado seis, del RD (2009)], cuyos tiempos se muestran en el cuadro 8.

Tal como se señala en la introducción del RD (2009), «sin perjuicio de que en el futuro sea necesario revisar en profundidad la legislación concursal a la luz de la intensa experiencia vivida en los tribunales como consecuencia de la crisis, en este momento es preciso acometer

ya una serie de reformas en aquellos aspectos concretos cuyo tratamiento normativo se ha revelado más inconveniente». Parece claro que debemos esperar cambios aún más profundos en la vertiente más formal del concurso: así, si se desea que el procedimiento simplificado, ahora extendido a los deudores cuya estimación inicial de su pasivo no supere los 10.000.000 de euros [art. 190.1, LC (2003; nueva redacción), modificación introducida por el art. 12, apartado once, RD (2009)], sea realmente abreviado, habrá que estudiar cómo reducir el número de trámites, ya que, como revela el cuadro 6 de la sección 3.1 del presente artículo, la cifra actual parece excesiva e impide la reducción de tiempos.

En cualquier caso, si se tiene en cuenta que el anterior sistema concursal español permaneció alrededor de ocho décadas sin cambios dignos de mención, es mucho lo que se ha conseguido con el RD (2009).

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2008a). «Indicadores Económicos», *Boletín Económico*, diciembre.  
– (2008b). *Boletín Estadístico*, diciembre.  
– (2008c). *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre.
- BISBAL, J. (1994). «La insostenible levedad del Derecho concursal», *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 213, pp. 843-872.
- Bulletin Officiel des Annonces Civiles et Commerciales* (2008). «Défaillances brutes» (documento en línea), disponible en: [www.insee.fr](http://www.insee.fr) [última consulta: 8 de marzo de 2009].
- CASANELLAS, R. (2008). «L'empresa enfront del concurs i l'eficiència del procediment», ponencia presentada en la *Jornada dels Economistes*, Barcelona, 6 de noviembre de 2008.
- CERDÀ, F. (2006). «Informe jurídico sobre las funciones de la administración concursal y sus consecuencias en la aplicación de la retribución arancelaria», en *Estudio jurídico y económico sobre el arancel de derechos de los administradores concursales*, cap. 1, editado por el Registro de Economistas Forenses, Consejo General de Colegios de Economistas de España.
- CLAESSENS, S., y L. KLAPPER (2005). «Bankruptcy around the world: Explanations of its relative use», *American Law and Economics Review*, vol. 7, n.º 1, pp. 253-283.
- COMISIÓN INTERCOLEGIAL (2006). «Propuesta metodológica para la estimación del tiempo total de dedicación de la administración concursal», en *Estudio jurídico y económico sobre el arancel de derechos de los administradores concursales*, cap. 3, editado por el Registro de Economistas Forenses, Consejo General de Colegios de Economistas de España, pp. 39-56.
- DJANKOV, S., R. LA PORTA, F. LÓPEZ-DE-SILANES y A. SHLEIFER (2003). «Courts», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, Issue 2, pp. 453-517.
- DJANKOV, S., C. MC LEISH y A. SHLEIFER (2007). «Private Credit in 129 Countries», *Journal of Financial Economics*, vol. 84, n.º 2, pp. 299-329.
- El País* (2008). «Los juzgados mercantiles de Barcelona en 'emergencia' por la crisis económica», publicado en edición impresa el 3 de agosto de 2008 [artículo en línea, recurso propio del editor: [www.elpais.com](http://www.elpais.com)].
- ESPINA, A. (1999). *Crisis de empresas y sistema concursal*, Consejo Económico y Social, Madrid.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2001). *Posibilidad y contenido de un derecho preconcursal*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid.
- HART, O. (1995). *Firms, contracts and financial structure*, Oxford University Press, Oxford.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2009a). *Directorio Central de Empresas* [base de datos en línea], disponible en: [www.ine.es](http://www.ine.es) [última consulta: 23 de enero de 2009].  
– (2009b). *Estadística Concursal* [base de datos en línea], disponible en: [www.ine.es](http://www.ine.es) [última consulta: 21 de enero de 2009].
- ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA (2008). *Annuario statistico italiano* [base de datos en línea], disponible en: [http://www.istat.it/dati/catalogo/20081112\\_00/PDF/cap6.pdf](http://www.istat.it/dati/catalogo/20081112_00/PDF/cap6.pdf).
- JIMÉNEZ, G., y J. SAURINA (2006). «Credit cycles, credit risk and prudential regulation», *International Journal of Central Banking*, vol. 2, n.º 2, pp. 65-98.
- Ley Concursal (2003). Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 164, de 10 de julio.
- Ley de Sociedades Anónimas (1989). Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 310, de 27 de diciembre.
- Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. *Boletín Oficial del Estado*, n.º 7, de 8 de enero.
- MAROTO ACÍN, J. A. (2007). *Las PYME españolas con forma societaria*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, Colección Panorama PYME, Madrid.
- MELÉNDEZ PINEDA, J. (2009). «La información estructural como base para tomar decisiones sobre las PYME: tratamiento estadístico de las cuentas anuales», *Registradores*, n.º 48, enero-febrero, p. 26.
- MILLER, M., y J. STIGLITZ (2008). «Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11?», presentado en la *4th Annual Conference on Economic Growth and Development*, 17 y 18 de diciembre, ISI, Delhi.
- Real Decreto 1860/2004 (2004). Real Decreto 1860/2004, de 6 de septiembre, por el que se establece el arancel de derechos de administradores concursales, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 216, de 7 de septiembre.
- Real Decreto 3/2009 (2009). Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 78, de 31 de marzo.

- RUANO, S., y V. SALAS (2004). «Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas», *Estabilidad Financiera*, n.º 7, pp. 161-183.
- STATISTIKA BENTRALBYRAN (2009). *Statistika, Konkurser* [base de datos en línea], disponible en: <http://www.ssd.scb.se> [última consulta: 8 de marzo de 2009].
- STATISTISCHES BUNDESAMT (2009). *Insolvenzstatistik* [base de datos en línea], disponible en: [www.destatis.de](http://www.destatis.de) [última consulta: 7 de marzo de 2009].
- STIGLITZ, J. E. (1999a). «Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises», *Journal of Finance*, vol. 54, Issue 4, pp. 1508-1521.
- (1999b). «Lessons From East Asia», *Journal of Policy Modeling*, 21 (3), pp. 311-330.
- THE INSOLVENCY SERVICE (2009). *Statistics release* [base de datos en línea], disponible en: <http://www.insolvency.gov.uk> [última consulta: 3 de marzo de 2009].
- US COURTS (2009). «News Release», *Administrative Office* [documento en línea], disponible en: <http://www.uscourts.gov> [última consulta: 3 de marzo de 2009].
- VAN HEMMEN, E. (1999). *Crisis empresarial y Derecho concursal: Valoración económica a partir de la PYME catalana*, Documento de Economía Industrial, 10, Centre de Economía Industrial, Bellaterra.
- (2003). «La economía de la reforma y los costes del sistema concursal», *Revista Jurídica de Catalunya*, n.º 4, pp. 47-73.
- (2004a). «Análisis económico e institucional de la nueva ley concursal», *Estabilidad Financiera*, n.º 6, pp. 189-210.
- (2004b). «Los efectos de la legislación concursal sobre el sistema financiero y el crecimiento económico», *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 1, pp. 275-308.
- (2006a). «Análisis estadístico del sistema concursal desde la perspectiva del arancel de derechos de los administradores concursales», en *Estudio jurídico y económico sobre el arancel de derechos de los administradores concursales*, cap. 2, editado por el Registro de Economistas Forenses, Consejo General de Colegios de Economistas de España, pp. 39-56.
- (2006b). «Estudio sobre la retribución y los costes de los administradores concursales», en *Estudio jurídico y económico sobre el arancel de derechos de los administradores concursales*, cap. 4, editado por Consejo General de Colegios de Economistas de España, pp. 86-104.
- (2007). *Estadística concursal. Anuario 2006*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, Madrid.
- (2008). *Estadística concursal. Anuario 2007*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, Madrid. También disponible electrónicamente en: [https://www.registradores.org/estaticasm/Estadistica/concursal/Estadistica\\_Concursal\\_Anuario.pdf](https://www.registradores.org/estaticasm/Estadistica/concursal/Estadistica_Concursal_Anuario.pdf).
- (2009). «La duración del concurso: una interpretación económica», *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 16, pp. 247-256.
- WHITE, M. (1996). «The Costs of Corporate Bankruptcy: A US- European comparison», en Jagdeep S. Bhandari y Lawrence A. Weiss (eds.), *Corporate Bankruptcy. Economic and Legal Perspectives*, cap. 30, Cambridge University Press, Cambridge.
- ZINGALES, L. (2008). «Cramdown», *Forbes*, 27 de octubre de 2008 [artículo en línea, recurso propio del editor: [www.forbes.com](http://www.forbes.com)].



## ARTÍCULOS PUBLICADOS EN ESTABILIDAD FINANCIERA

### Número 1 – septiembre 2001

Labor reciente del Comité de Basilea no relacionada con el capital,  
*Danièle Nouy*

Las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea,  
*Raimundo Poveda Anadón*

Introducción al Pilar 1 de Basilea II,  
*Fernando Vargas*

El Proceso de Revisión Supervisora en las propuestas del Comité de Basilea,  
*Joaquín Gutiérrez García*

Entidades de crédito: transparencia y disciplina de mercado,  
*Anselmo Díaz*

El proceso de revisión de capital en la Unión Europea,  
*Cristina Iglesias-Sarria*

Basilea II: efectos sobre la práctica supervisora,  
*José María Lamamié de Clairac y Francisco Gil Almansa*

El coeficiente de solvencia de las entidades de crédito españolas,  
*Pilar Álvarez Canal*

Capital regulatorio y capital económico: el efecto de la calidad crediticia y del ajuste por vencimiento,  
*Gregorio Moral, Carlos Corcóstegui y Raúl García*

Modelos factoriales de riesgo de crédito: el modelo de Basilea II y sus implicaciones,  
*Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña*

### Número 2 – marzo 2002

Basilea 2: Desarrollos desde la publicación del papel consultivo de enero de 2001,  
*Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas*

Capital regulatorio y capital económico: prociclicidad del Nuevo Acuerdo de Capital y análisis de escenarios de crisis,  
*Luis González Mosquera*

Los determinantes del excedente de recursos propios de las entidades españolas,  
*Juan Ayuso, Daniel Pérez y Jesús Saurina*

Dinámica temporal de diferentes definiciones de impago,  
*José Ramón Martínez Resano*

Un sistema de clasificación (*rating*) de acreditados,  
*Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña*

Tratamiento contable de los instrumentos financieros,  
*Anselmo Díaz*

Supervisión del riesgo de liquidez,  
*Bernardo Orsikowsky*

Riesgos en la compensación y liquidación transfronteriza de valores,  
*M.ª Nieves García-Santos*

### Número 3 – noviembre 2002

Indicadores adelantados de crisis y su papel en el análisis económico,  
*Santiago Fernández de Lis y Alicia García Herrero*

Los derivados de crédito,  
*Jorge Pérez Ramírez*

Incorporación de la tecnología de la información a la actividad bancaria en España: la banca por Internet,  
*Javier Delgado y María Jesús Nieto*

Las pequeñas y medianas empresas en el sistema crediticio español y su tratamiento según Basilea II,  
*Jesús Saurina Salas y Carlos Trucharte Artigas*

Estimación de la severidad de una cartera de préstamos hipotecarios,  
*Gregorio Moral Turiel y Raúl García Baena*

Los sistemas de garantía de depósitos como promotores de la estabilidad financiera,  
*Luis Javier García Macarrón*

#### Número 4 – mayo 2003

El marco general de la validación de procedimientos internos en Basilea II: el enfoque IRB,  
*Fernando Vargas*

Ciclo económico y capital regulatorio: evidencia en un sistema de clasificación de acreditados,  
*Carlos Corcóstequi, Luis González Mosquera, Antonio Marcelo y Carlos Trucharte*

Basilea II y la gestión de las entidades financieras: consideraciones estratégicas,  
*Manuel A. Méndez*

La nueva regulación de los conglomerados financieros: cuestiones fundamentales,  
*José Manuel Gómez de Miguel*

El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico,  
*María Gutiérrez*

Notas sobre la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa,  
*María Jesús Nieto y Juan M.ª Peñalosa*

#### Número 5 – noviembre 2003

Algunas claves sobre la contabilidad europea: el nuevo proceso regulador y las nuevas normas,  
*Begoña Giner Inchausti*

La contribución de los sistemas de pagos a la estabilidad financiera. El caso español,  
*Susana Núñez y María Luisa Leyva*

Basilea II: tercer documento consultivo y últimos avances,  
*Linette Field*

El estudio del impacto cuantitativo en España de la propuesta (CP3) de Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea,  
*Cecilia Lozano*

Basilea II: un análisis de los cambios en el enfoque IRB,  
*Jesús Saurina y Carlos Trucharte*

Inversión en el sector financiero de los países emergentes: posibles riesgos y su gestión,  
*Sonsoles Gallego, Alicia García Herrero y Cristina Luna*

El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación,  
*Vicente Salas Fumás*

De la función de riesgos: una aproximación a los riesgos del balance,  
*Juan Andrés Yanes y Jesús M. Tarriba Unger*

Especialización crediticia y resultados en la banca europea,  
*Javier Delgado, Daniel Pérez y Vicente Salas*

#### Número 6 – mayo 2004

Indicadores de estabilidad financiera (FSI). Origen, aspectos metodológicos y elaboración para las entidades de depósito españolas,  
*Cristina Luna*

Las pruebas de estrés en los programas de evaluación del sistema financiero,  
*Roberto Blanco Escolar y Alicia García Herrero*

Margen de intermediación de las entidades de depósito,  
*José Cebrián Carrasco*

Implicaciones de Basilea II para América Latina,  
*Andrew Powell*

Perspectivas de rentabilidad de la banca por Internet en Europa,  
*Javier Delgado, Ignacio Hernando y María Jesús Nieto*

Análisis institucional y económico de la nueva Ley Concursal,  
*Esteban van Hemmen Almazor*

**Número 7 – noviembre 2004**

El Nuevo Acuerdo de Capital «Basilea II» y su transposición europea: el proceso y la implementación,  
*Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas*

Las Centrales de Riesgos: una herramienta para Basilea II,  
*Carlos Trucharte*

Validación de enfoques IRB para el cálculo del capital mínimo por riesgo de crédito,  
*Gregorio Moral*

Activos financieros en el exterior e indicadores de riesgo,  
*Raquel Lago y Jesús Saurina*

Enfoque regulatorio en un mundo de riesgo no-cero,  
*Joseph Eyre*

Capital regulatorio y capital económico: un análisis de sus determinantes,  
*Abel Elizalde y Rafael Repullo*

Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas,  
*Sonia Ruano y Vicente Salas*

**Número 8 – mayo 2005**

La perspectiva económica en las normas de información financiera,  
*Jorge Pérez Ramírez*

El Banco de España y la vigilancia de los sistemas de pago,  
*Banco de España*

Evolución en España de las tarjetas como medio de pago (1996-2004),  
*Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España*

XBRL, una herramienta para la transparencia y reducción de la carga informativa.  
Los trabajos de la Asociación XBRL España,  
*Manuel Ortega*

La evolución del sistema bancario español desde la perspectiva de los Fondos de Garantía de Depósitos,  
*Isidro Fainé Casas*

Análisis de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios,  
*Alfredo Martín Oliver, Vicente Salas Fumás y Jesús Saurina*

Procciclicidad, volatilidad financiera y Basilea II,  
*Emiliano González Mota*

El tratamiento del riesgo operacional en Basilea II,  
*M.ª Ángeles Nieto Giménez-Montesinos*

**Número 9 – noviembre 2005**

El FSAP, un instrumento para la estabilidad y el desarrollo,  
*Ignacio Garrido*

Aspectos críticos en la implantación y validación de modelos internos de riesgo de crédito,  
*Raúl García Baena, Luis González Mosquera y María Oroz García*

Las implicaciones de Solvencia II en el sector asegurador español,  
*Ricardo Lozano Aragüés*

Cooperación en materia de supervisión en la Unión Europea y el papel del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS),  
*Linette Field*

*Hedge funds* y riesgo sistémico: una primera aproximación,  
*M.ª Nieves García Santos*

**Número 10 – mayo 2006**

Ciclo crediticio, riesgo de crédito y regulación prudencial,  
*Gabriel Jiménez y Jesús Saurina*

Un modelo de análisis del riesgo de crédito y su aplicación para realizar una prueba de estrés del sistema financiero mexicano,  
*Javier Márquez Díez-Canedo y Fabricio López-Gallo*

Estimaciones de la EAD para contratos con límites de crédito explícito,  
*Gregorio Moral*

La posición relativa de la banca española en el contexto europeo,  
*Luis Gutiérrez de Rozas*

El gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores cotizados en mercados oficiales. Un resumen del Informe Anual del ejercicio 2004,  
*Paulino García Suárez*

#### Número 11 – noviembre 2006

Funciones y objetivos del Comité de Estabilidad Financiera (CESFI)  
*David Vegara*

La responsabilidad de los administradores y directivos de las entidades de crédito  
*Jaime Herrero*

Evaluación de las metodologías para medir el valor en riesgo  
*Clara I. González y Ricardo Gimeno*

Medición efectiva del riesgo operacional  
*Santiago Carrillo Menéndez y Alberto Suárez*

La aversión al riesgo en el mercado español de renta variable  
*Carlos L. Aparicio Roqueiro*

Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero  
*Ramiro Losada López*

#### Número 12 – mayo 2007

La supervisión financiera: situación actual y temas para debate  
*Gonzalo Gil y Julio Segura*

MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores  
*M.ª Nieves García Santos*

Las tarjetas de pago ante el proyecto SEPA: algunas reflexiones  
*Sergio Gorjón Rivas*

Un nuevo marco de seguro de depósitos para España  
*Pablo Campos, Miguel Yagüe e Iker Chinchetru*

El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riesgos para la estabilidad financiera internacional  
*Enrique Alberola Ila y Santiago Fernández de Lis*

Determinantes microeconómicos de la morosidad de la deuda bancaria en las empresas no financieras españolas  
*Sonia Ruano Pardo*

La especialización de las entidades de depósito en el crédito a las empresas no financieras  
*Javier Delgado*

#### Número 13 – noviembre 2007

Algunas cuestiones relevantes en el proceso internacional de convergencia contable: IASB vs. FASB  
*Carlos José Rodríguez García y Alejandra Bernad Herrera*

La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera  
*María-Cruz Manzano*

El número de relaciones bancarias de empresas e individuos en España: 1984-2006  
*Gabriel Jiménez, Jesús Saurina y Robert Townsend*

Dimensiones de la competencia en la industria bancaria de la Unión Europea  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*

El proceso de apertura del sector bancario chino y el papel de la banca extranjera. Situación y perspectivas  
*Daniel Santabárbara García*

La bancarización en Latinoamérica. Un desafío para los grupos bancarios españoles  
*José María Ruiz*

#### Número 14 – mayo 2008

Regulación e innovación en la reciente crisis financiera  
*Jaime Caruana*

The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations  
*Claudio Borio*

Los déficits estructurales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios  
*Javier Alonso*

Anatomy of a modern credit crisis  
*Ángel Ubide*

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  
*Eva Catarineu y Daniel Pérez*

Comparación histórica de episodios de turbulencias financieras globales  
*Pedro del Río*

De los modelos de banca y la función de riesgos  
*Francisco Sánchez Ferrero y Juan Andrés Yanes Luciani*

Understanding credit derivatives  
*Abel Elizalde and Alberto Gallo*

#### Número 15 – noviembre 2008

El papel del modelo de «originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007  
*José María Roldán*

La banca española ante la actual crisis financiera  
*José Antonio Álvarez*

La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera  
*Manuel González Cid*

Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española  
*Santiago Fernández de Lis y Alfonso García Mora*

La nueva circular sobre solvencia de las entidades de crédito: contenido e impacto sobre la labor supervisora del Banco de España  
*Fernando Vargas y José María Lamamié*

Estrategias de expansión de las entidades de depósito españolas. Una primera aproximación descriptiva  
*Javier Delgado, Jesús Saurina y Robert Townsend*

Finanzas islámicas: desarrollo reciente y oportunidades  
*Alicia García-Herrero, Carola Moreno y Juan Solé*

#### Número 16 – mayo 2009

Procyclicality and financial regulation  
*Charles Goodhart*

El carácter procíclico del sistema financiero  
*Jordi Gual*

El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el Informe Larosière  
*Linette Field y Daniel Pérez*

El impacto de la Circular de Solvencia en las entidades financieras  
*Ángel Berges Lobera y Enrique Martín Barragán*

Las prácticas de gobierno corporativo de las entidades bancarias cotizadas en España en 2004-2007. Análisis comparado con el mercado continuo  
*Rafel Crespi Cladera y Bartolomé Pascual Fuster*

Formalismo judicial, control e incentivos en el concurso de acreedores  
*Esteban F. van Hemmen*



## ARTÍCULOS PUBLICADOS EN NOTAS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

- Número 1 – marzo 2002**
- La provisión para insolvencias en las entidades de crédito. Presente, futuro y pasado  
*Rafael Prado*
- Número 2 – noviembre 2002**
- Debida diligencia con la clientela de los bancos  
*Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*
- Las Cuarenta Recomendaciones  
*Grupo de Acción Financiera sobre el Blanqueo de Capitales*
- Directrices globales para la prevención del blanqueo de capitales en actividades de banca privada  
*Grupo Wolfsberg*
- El sistema financiero y el blanqueo de capitales  
*Ignacio Palicio Díaz-Faes*
- Número 3 – julio 2003**
- El modelo contable IASB. Análisis comparativo con la normativa de las entidades de crédito españolas  
*Jorge Pérez Ramírez*
- Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. La estrategia de la UE en materia de información financiera: el camino a seguir
- Reglamento de aplicación de las IAS en la UE, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de Normas Internacionales de Contabilidad
- Mejora de la transparencia bancaria. Información pública e información supervisora para fomentar sistemas bancarios sólidos y seguros  
*Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*
- Grupo de Trabajo Multidisciplinar para mejorar la Información Difundida
- Número 4 – mayo 2006**
- Impacto de la Circular Contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas  
*Daniel Pérez*
- Número 5 – diciembre 2006**
- El programa de evaluación del sector financiero del Fondo Monetario Internacional/Banco Mundial  
*Tomás J. T. Baliño*
- Preparación del FSAP en el Banco de España  
*Ignacio Garrido Sánchez*
- Evaluación del cumplimiento de los «Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva»  
*Antonio Pancorbo de Rato*
- Transparencia en la supervisión bancaria española  
*Andrés García de la Riva*
- Evaluación del cumplimiento de estándares para sistemas de pago: principios básicos y transparencia de la vigilancia  
*Carlos Conesa Lareo*
- Análisis cuantitativo a través de las pruebas de resistencia  
*Roberto Blanco, Adolfo Rodríguez, Juan M. Ruiz y Carlos Trucharte*
- Normativa prudencial y estabilidad del sistema bancario español  
*Alfredo Martín Oliver y Jesús Saurina*
- Reflexiones finales sobre el Banco de España y el FSAP  
*José Viñals*





## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILLA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union.
- 0824 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Price adjustments in a general model of state-dependent pricing.
- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.

- 0827 RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JESÚS VÁZQUEZ: Term structure and the estimated monetary policy rule in the eurozone.
- 0828 MICHEL VAN LEUVENSTEIJN, CHRISTOFFER KOK SØRENSEN, JACOB A. BIKKER Y ADRIAN VAN RIXTEL: Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area.
- 0829 CRISTINA BARCELÓ: The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish survey of household finances.
- 0830 JAVIER ANDRÉS Y ÓSCAR ARCE: Banking competition, housing prices and macroeconomic stability.
- 0831 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Dynamics of the price distribution in a general model of state-dependent pricing.
- 0832 JUAN A. ROJAS: Social Security reform with imperfect substitution between less and more experienced workers.
- 0833 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?
- 0834 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MARÍA SERENA: Sovereign external assets and the resilience of global imbalances.
- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.
- 0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.
- 0905 ÁNGEL ESTRADA: The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution.
- 0906 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Extraction of financial market expectations about inflation and interest rates from a liquid market.
- 0907 LAURA HOSPIDO: Job changes and individual-job specific wage dynamics.
- 0908 M.ª DE LOS LLANOS MATEA Y JUAN S. MORA: La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.  
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.  
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*).  
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.  
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.  
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.  
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.  
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).  
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).  
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.  
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---