

**EL PAPEL DE LOS ACCIONISTAS Y LOS ADMINISTRADORES EN LA CRISIS  
DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

Juan Sánchez-Calero Guilarte\*

*Próxima Publicación en*

Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 115 (2009)

ISSN 0211-6138

\* Catedrático de Derecho Mercantil  
Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
[jscalero@der.ucm.es](mailto:jscalero@der.ucm.es)  
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense*  
<http://eprints.ucm.es>

© Juan Sánchez-Calero (2009)

## EL PAPEL DE LOS ACCIONISTAS Y LOS ADMINISTRADORES EN LA CRISIS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO\*

Juan Sánchez-Calero

**Resumen:** La crisis financiera, como crisis de determinadas entidades de crédito, empuja a revisar el comportamiento de los accionistas y de los administradores. Hemos asistido a un fallo generalizado de los sistemas de gobierno corporativo. La aportación de fondos públicos, va a impulsar un mayor rigor legislativo con respecto a la gestión y al papel de los accionistas de entidades de crédito receptoras de esos fondos. El margen para la autorregulación ha disminuido. La solución al problema retributivo evidencia la tendencia a limitar la autonomía empresarial.

**Palabras clave:** entidades de crédito, administradores, accionistas, gobierno corporativo, autorregulación, retribución.

**Abstract:** The financial crisis, a crisis of certain credit institutions, leads to reviewing the shareholders' and managers' conduct. We have experienced a general failure of corporate governance systems. The contribution of public funds will encourage more rigorous legislation regarding the management and the role of shareholders of credit institutions receiving these funds. The scope for self-regulation has diminished. The solution to the problem of remuneration highlights a trend to limit the corporate autonomy.

**Key words:** credit institutions, managers, shareholders, corporate governance, self-regulation, remuneration.

---

\* El texto recoge la intervención del autor en la Mesa Redonda sobre *Crisis financiera internacional: la respuesta española*, que tuvo lugar el día 20 de febrero de 2009, organizada por el Departamento de Derecho Mercantil de la UCM, Bolsas y Mercados Españoles, S.A. y la Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Se ha corregido y ampliado tomando en especial consideración los cambios normativos producidos y anunciados desde entonces.

Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación DER2008-01520, titulado, "Plan de acción de la UE sobre el Derecho de sociedades y la modernización del Derecho español de sociedades de capital", que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia.

**Sumario:**

I.-	INTRODUCCIÓN: CRISIS FINANCIERA Y REGULACIÓN SOCIETARIA .....	4
II.-	EL SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO SURGIDO DE REFORMAS COYUNTURALES .....	5
III.-	¿EXPRESA LA CRISIS FINANCIERA UN MAL GOBIERNO CORPORATIVO? .....	11
VI.-	LA DESAPARICIÓN DE LOS DIVIDENDOS PRIVADOS Y LA LLEGADA DEL TESORO PÚBLICO .....	16
V.-	EL PROBLEMA RETRIBUTIVO .....	19
	1.- <i>Un problema que ha estallado</i> .....	20
	2.- <i>Prácticas retributivas como condicionantes de la gestión financiera</i> .....	24
	3.- <i>La reacción europea: la Recomendación 2009/384/CE</i> .....	25
VI.-	LA CRISIS FINANCIERA Y LA AUTORREGULACIÓN .....	29
VII.-	EPÍLOGO: UN APUNTE SOBRE EL FROB .....	30

## **I.- INTRODUCCIÓN: CRISIS FINANCIERA Y REGULACIÓN SOCIETARIA**

Hemos asistido a sucesivas crisis que varían en función de su calificación. Se insiste mucho en que estamos ante una crisis internacional, ante una crisis financiera o una crisis económica, pero puede pensarse que, en realidad, estamos ante distintas manifestaciones de una misma situación. Así lo parece si atendemos al impacto que la crisis financiera ha tenido sobre los mercados bancarios y sobre las entidades que participan en los mismos. Allí donde el alcance de la crisis es general pues afecta a la mayor parte de las entidades presentes en un concreto mercado, se dice que estamos ante una crisis sistémica. Por el contrario, en otros mercados no podemos afirmar que el alcance de la crisis afecte al conjunto del sistema financiero correspondiente, sino que se ha traducido en las dificultades de una o algunas entidades. Este es el caso español, o al menos así se ha manifestado en lo que llevamos reconocido desde el inicio de la fase más aguda de la crisis financiera.

Pero con independencia de esa matización, la crisis financiera es una sucesión de informaciones en las que el factor de la actualidad no permite una adecuada diferenciación entre lo que sucede en uno y otro lugar. Existe una enorme información pero en la que son pocas las aportaciones que puedan servir para una correcta reflexión sobre las causas de lo sucedido. Es más, se repite una tendencia preocupante, por la confusión que conlleva, en la que se entiende que los males producidos en un determinado mercado o sistema financiero son perfectamente extrapolables a otro, sin reparar en que en este último puede que los efectos de la crisis no alcancen, ni siquiera por aproximación, los registrados en el primero.

La crisis financiera ha dejado tras de sí un reguero de situaciones que no sólo parecían inimaginables poco tiempo atrás, sino que aún hoy, después de haberse concretado, pueden calificarse como increíbles. Grandes entidades han desaparecido como resultado de procesos de liquidación más o menos fulminantes. Otras de no menor tamaño han sufrido cambios de tal naturaleza que resulta difícil afirmar que mantienen su identidad. Este es el panorama después de la batalla pero ante la magnitud de los daños muchos vuelven su atención hacia las causas del desastre. Aunque la explicación de las causas es difícil, puesto que se entrecruzan situaciones particulares de tal o cual mercado con tendencias macroeconómicas o monetarias globales, la crisis de una entidad de crédito –como la de cualquier otra empresa- dirige la atención hacia el comportamiento de los accionistas y administradores correspondientes. El papel de ambos en la gestación y no evitación de esta crisis debe ser analizado desde una doble perspectiva. La primera atiende a la exigencia de las responsabilidades correspondientes en relación con las estrategias y operaciones causantes de la debacle. La segunda a las normas y reglas existentes que no evitaron ese resultado o a aquellas que deben adoptarse como forma de evitar repeticiones futuras del actual problema.

## **II. EL SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO SURGIDO DE REFORMAS COYUNTURALES.**

Lo anterior conduce a la revisión de los sistemas de gobierno corporativo en vigor en cada mercado<sup>1</sup>. No puede dudarse que la conducta desplegada por los

---

<sup>1</sup> El sistema financiero británico ha sido uno de los más afectados por la crisis. Esto explica la reacción destinada a determinar los fallos registrados y a orientar las futuras soluciones. Al respecto es obligada la mención al denominado Informe Walker, que se sometió a discusión pública el 16 de julio de 2009 y cuya versión final deberá presentarse en noviembre de 2009. El documento se titula *A review of corporate governance in UK Banks and other financial industry entities*, y se elaboró a instancias del Primer Ministro. El prólogo del Informe detalla los términos iniciales del mandato y apunta la validez de la investigación para entidades no bancarias y sociedades cotizadas, en general; v. pp.5-7 (el texto del Informe se encuentra disponible en [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_consultation\\_160709.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf)).

órganos sociales en no pocos mercados ha sido decepcionante<sup>2</sup>. Ni detectaron los riesgos, ni evitaron las malas prácticas. Por ello han sido sustituidos, en numerosos supuestos de una manera sumaria. Más allá de las medidas que afectan a cada entidad, esa situación conduce a plantear la reforma de distintos aspectos regulatorios de la gestión de las grandes corporaciones, incluidas las entidades de crédito. Esa reforma puede afectar tanto a las normas legales como a la denominada autorregulación. Volveremos al debate en torno a cómo ordenar aquellos aspectos que se estima que no han funcionado adecuadamente<sup>3</sup>.

En relación con las reformas ya iniciadas o con las venideras cabe hacer dos advertencias generales. En primer lugar, me referiré a lo que he descrito en ocasiones precedentes como una “*histeria legislativa*”, esto es, la adopción urgente de normas como reacción ante situaciones escandalosas o críticas. Un fracaso sistémico o empresarial no se repara con normas adoptadas de forma urgente y precipitada, que más allá de su apariencia, al cabo de poco tiempo

---

Con carácter previo, el Ministro de Hacienda británico encargó una investigación de mayor alcance al Presidente de la Financial Services Authority, cuyo resultado ha sido *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis* (Marzo 2009), 122 pp. (Publicado en [www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)), dentro del que no faltan algunos apuntes sobre las causas e implicaciones corporativas de la crisis financiera.

<sup>2</sup> El Informe Walker, p. 112, recuerda algunas conclusiones establecidas ya en febrero de 2009 por el Grupo de Supervisión Financiera de la Unión Europea: “*Failures in risk assessment and risk management were aggravated by the fact that the checks and balances of corporate governance also failed. Many boards and senior managements of financial firms neither understood the characteristics of the new, highly complex financial products they were dealing with, nor were they aware of the aggregate exposure of their companies, thus seriously underestimating the risks they were running. Many board members did not provide the necessary oversight or control of management. Nor did the owners of these companies – the shareholders.*

*Remuneration and incentive schemes within financial institutions contributed to excessive risk-taking by rewarding short term expansion of the volume of (risky) trades rather than the long term profitability of investments. Furthermore, shareholders’ pressure on management to deliver higher share prices and dividends for investors meant that exceeding expected quarterly earnings became the benchmark for many companies’ performance”.*

<sup>3</sup> V., por ejemplo, la reflexión de HÜPKES, E., “Regulation, Self-regulation or Co-regulation?” *The Journal of Business Law* 5 (2009), p. 427 y ss.

revelan su ineficiencia. El criterio de oportunidad legislativa sirve con frecuencia para distraer la atención de otras responsabilidades por la situación vivida. Cabe citar la de los legisladores que no actuaron hasta entonces o que lo hicieron mal, adoptando normas erróneas o eliminando otras que resultaban efectivas (la desregulación es un reproche extendido en determinadas jurisdicciones), la de los supervisores bancarios o, en fin, la de los responsables de la política monetaria.

Los grandes problemas obligan a soluciones proporcionadas, que difícilmente pueden alcanzarse cuando lo que prima es la reacción urgente y que busca servir como defensa frente a eventuales reproches. En materia de gobierno corporativo, algunas de las principales medidas que se impulsaron y adoptaron en el pasado estaban basadas en situaciones concretas, lo que lleva a que el paso del tiempo provoque dudas sobre la validez de las soluciones así diseñadas o que éstas resulten difícilmente adaptables ante el retorno a una situación de normalidad. Un ejemplo internacional sencillo lo encontramos en la Ley Sarbanes Oxley, cuya vigencia se cuestiona en algunos estudios interesantes<sup>4</sup> cuando crecían las voces que denunciaban el coste que algunas de sus previsiones suponían para las sociedades cotizadas americanas, si bien es fácil comprender que esa corriente de opinión se ha visto severamente debilitada por la crisis financiera que asola a la Economía estadounidense y a algunas de sus empresas de referencia. No es el mejor momento para que los gestores de esas sociedades lamenten las limitaciones normativas a su actuación.

---

<sup>4</sup> Resulta especialmente interesante la reflexión que sobre la futura vigencia y reforma de la citada Ley contiene el amplio estudio de ROMANO, R., *Does the Sarbanes-Oxley Act Have a Future?*, disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); v., sobre la recíproca influencia entre la regulación financiera y la reforma de la Ley Sarbanes Oxley, p. 94 y ss. y 114 y ss.

Afortunadamente, en España no hemos vivido colapsos empresariales de alcance aproximado a los vividos en esos mercados, pero ello no debe llevar a olvidar que nuestro ordenamiento societario y el modelo de buen gobierno corporativo han estado muy condicionados por situaciones concretas. Así, recordemos que la adición del segundo párrafo del art. 130 LSA nació de la experiencia vivida en una concreta empresa y en relación con los pagos convenidos a favor de sus gestores<sup>5</sup>. O que la introducción del Comité de Auditoría en 2002<sup>6</sup> estuvo inspirada en las medidas adoptadas en Estados Unidos en relación con la contabilidad, la información financiera y la auditoría de las sociedades cotizadas, de manera que lo que era una opción en materia de organización del Consejo de Administración, se convertía en un mandato imperativo para toda sociedad cotizada.

La evolución del gobierno corporativo está así asociada a una suerte de técnica reactiva. Han sido las dificultades generales de ciertos mercados o las que alcanzan a empresas relevantes las que han merecido una respuesta, bien legislativa o a través de recomendaciones que debían alcanzar a las reglas que concretan la denominada autorregulación (estatutos y reglamentos corporativos). La dimensión de la crisis financiera va a devolvernos al mismo escenario, si bien ya no estamos sólo ante un mejor diseño del gobierno de las empresas, de la revisión en profundidad del mismo en el marco de determinados modelos económicos<sup>7</sup>. Ya han sido varias las medidas que en ese ámbito han

---

<sup>5</sup> El citado párrafo lo añadió la disposición adicional 19, apartado 2 de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

<sup>6</sup> En esta ocasión, el Comité de Auditoría aparecía diseñado por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (conocida como Ley Financiera); v., por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., "Líneas generales del régimen del Comité de Auditoría de las Sociedades Cotizadas", en AA.VV., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, (coords. Sánchez Calero/Sánchez-Calero Guilarte), Cizur Menor (2003), en particular pp. 711- 715.

<sup>7</sup> Ofrece una apretada e interesante síntesis de los cambios a adoptar el memorándum de ATKINS, P., "U.S. Corporate Governance Today: A Reshaping of Capitalism", disponible en [http://www.skadden.com/content%5CPublications%5CPublications1848\\_0.pdf](http://www.skadden.com/content%5CPublications%5CPublications1848_0.pdf)

anunciado los Estados más afectados. El siguiente paso, que también se ha concretado a lo largo de 2009 es la armonización de esas medidas o de otras similares.

El Derecho europeo ofrece constantes ejemplos de esa evolución. Es cierto que los hitos más destacables han sido siempre en forma de Recomendación y que, por el momento, esa solución sigue manteniéndose, pero es notorio que se reclaman medidas de mayor contundencia. En ese proceso, lo más preocupante es lo que cabe enunciar como el efecto contagio. Los remedios diseñados para hacer frente a los problemas vividos en ciertos Estados se convierten en un tratamiento que deben seguir todos los demás, incluso aquellos que, como sucede en el caso español, presentan en su mercado crediticio una mayor estabilidad y problemas específicos.

Más esta es la senda de la regulación de nuestras entidades de crédito y sociedades cotizadas. Un recorrido en el que muchas decisiones no tienen una justificación concreta en la situación de nuestros mercados o en las dificultades que afectan a las entidades que en ellos actúan, sino que son un obligado trasunto de lo recetado para otros. Veremos si esta crisis 2008/2009 vuelve a marcar otro episodio de esa regulación espasmódica en la que nos movemos desde hace ya más de un decenio.

La regulación financiera es una regulación internacional, es decir, son muchos y decisivos los aspectos que se han regulado desde una previa armonización internacional. Esto rige desde la perspectiva monetaria, de la supervisión, de la determinación de los recursos propios y de los criterios de solvencia o del funcionamiento de los sistemas de pagos, entre otros muchos ejemplos. El Derecho bancario es en gran medida internacional porque tal condición caracteriza la actividad de las entidades de crédito. La conexión entre mercados

lleva a contemplar con preocupación la crisis que afecta a un determinado sistema financiero (qué decir si se trata de un proceso de los más relevantes), ante el riesgo de contagio hacia otros sistemas. Esto explica que reaccionen ante una crisis quienes la padecen y quienes la contemplan y que, de nuevo, esa reacción se traduzca en una respuesta normativa armonizada.

Las nuevas disposiciones no deben, sin embargo, ignorar la evidencia. La de sistemas que no han padecido especiales problemas, a pesar de que su regulación sea la misma que rige en otros Estados afectados por la crisis. Ha de ponderarse dónde asistimos a una falta de regulación o a una mala regulación, y dónde se ha producido una supervisión ineficiente o errónea. La respuesta normativa, cualquiera que sea su alcance, no debería estar liderada por los gestores del desastre, sino por quienes han sabido evitarlo.

La segunda evidencia se refiere a la convivencia en un mismo sistema de entidades sanas y enfermas. La incorporación de problemas sistémicos es siempre arriesgada: por su imprecisión y por su aptitud para enmascarar una gestión deficiente en la referencia al mal común. Por eso debe reclamarse una mayor revisión de lo sucedido allí donde la situación y resultados de entidades competidoras y sometidas a idénticas condiciones sea diferente<sup>8</sup>. La diferencia apunta a la forma en que se dirigen y gestionan una y otra. La crisis financiera se convierte así en el escenario en el que analizar el gobierno corporativo de las entidades de crédito.

---

<sup>8</sup> La cuestión la plantea el Informe Walker desde su inicio: *"But the fact that different banks operating in the same geography, in the same financial and market environment and under the same regulatory arrangements generated such massively different outcomes can only be fully explained in terms of differences in the way they were run. Within the regulatory framework that is set, how banks are run is a matter for their boards, that is, of corporate governance"* (pp. 5-6).

### **III. ¿EXPRESA LA CRISIS FINANCIERA UN MAL GOBIERNO CORPORATIVO?**

Este apartado tiene que partir de una respuesta afirmativa a la cuestión que lo abre. En la mente de todos están una serie de situaciones que han puesto de manifiesto un fracaso corporativo. Al margen de la manifestación macroeconómica o monetaria de la crisis, en su origen subyacen numerosos errores empresariales. Se trata de errores que son achacables, en primer lugar a los gestores de esas entidades y, en segundo término, a sus accionistas.

En algunos de los principales mercados financieros internacionales, grandes entidades han quebrado y desaparecido. Otras continúan existiendo tras reconocer durante sucesivos ejercicios pérdidas de cuantía extraordinaria, que suponían la íntegra consunción de los recursos propios de la entidad. Sólo programas extraordinarios de recapitalización y otras ayudas de liquidez y financiación han permitido superar la crisis. La opinión pública ha asistido a esos procesos desde una sucesión de sorpresas: ha comprobado cómo los colosos financieros de sus respectivos mercados aparecían como gigantes con pies de barro; ha visto como miles de personas se veían afectadas por la pérdida de su inversión (bien en productos comercializados por esas entidades y que han resultado carentes de todo valor o bien por la completa pérdida de la inversión materializada en acciones de los bancos afectados) o por la pérdida de sus empleos y, finalmente, han asistido al diseño y aprobación de programas de rescate que, en su mayor parte, han supuesto o van a suponer que sea el Estado el que deba aportar grandes cantidades para ayudar a las respectivas entidades. La crisis financiera se ha convertido así en un motivo de descomposición social. La mala gestión de determinados bancos se ha traducido en efectos sociales negativos, concretos y cuantificables. Ello explica la abierta cólera con la que se reclaman reacciones frente a los causantes de la crisis y el tono severo que muchos Gobiernos han adoptado en sus programas de actuación.

La crisis financiera se puede remontar a todo tipo de causas. No faltarán quienes recuerden la política monetaria o la desregulación de importantes ámbitos del sistema financiero. Pero tanta o mayor importancia que esos factores ha tenido la degeneración de la gestión de numerosas entidades. Baste al respecto con recordar cómo en un mismo sistema, junto a entidades sumidas en gravísimas crisis, continúan operando otras que ni han registrado pérdidas, ni han precisado ayuda alguna. La presencia de esas entidades sanas es un factor esencial para la reconstrucción del sistema, impide que entidades mal gestionadas traten de camuflarse en el manido “*mal de muchos*” y, finalmente, sitúa a sus administradores y propietarios ante su responsabilidad.

Una mirada hacia el pasado reciente permite recordar situaciones intolerables, como que las pérdidas derivadas de una operación o de un mismo tipo de producto hayan arrasado la solvencia de una entidad. El abuso de los derivados y el de la motorizada creación de valores con un fundamento patrimonial subyacente cada vez más remoto y cuestionable han sido moneda corriente. Lo incorrecto no era sólo ese tipo de política comercial, sino el fiasco de los sistemas de gestión y de los controles internos de riesgo<sup>9</sup>. Son notorios los ejemplos de entidades que se tambalean a partir de las operaciones realizadas por uno sólo de sus *traders*. En la mente de todos están situaciones de esta naturaleza que afectaron a grandes entidades internacionales. La eclosión de la crisis apunta a que no estábamos ante episodios aislados, sino ante una forma de operar que implicaba grandes riesgos.

La imagen de la entidad se resiente allí donde se acredita que los administradores no conocían esas operaciones. La *culpa in vigilando* de los

---

<sup>9</sup> Ofrece una aproximación adecuada al problema el artículo de VASUDEV, P.M., “Credit Derivatives and Risk Management: Corporate Governance in the Sarbanes-Oxley Word”, The Journal of Business Law 4 (2009), p. 331 y ss.

administradores bancarios es uno de los pilares del sistema de supervisión y organización de cualquier entidad de crédito (art. 15.2 LDIEC). Una supervisión deficiente que ha afectado los pilares del modelo de gobierno corporativo. En alguno de los informes internacionales se subraya la incapacidad que se ha puesto de manifiesto de un control de los consejeros ejecutivos por parte de sus compañeros que carecen de esa función ejecutiva<sup>10</sup>. Se reabre por lo tanto el debate sobre el papel que deben jugar los consejeros independientes presentes en esos Consejos. Conducta culposa que resulta también de toda evidencia cuando se constata la ineficacia de los controles internos. No menos negativa resulta la constatación de que el órgano de administración no sólo estaba al corriente de esas operaciones arriesgadas, sino que éstas se insertaban en la política general de la entidad. Cuestión que enlaza con el problema de la retribución al que luego me referiré.

Tampoco salen bien parados los sistemas corporativos de elaboración y control de la información financiera. La atención se volverá en numerosos casos hacia los auditores de las entidades, pero previamente tendrá que analizarse cómo se pudo producir el fallo de los Comités de Auditoría o similares, que tienen precisamente en el conocimiento de esa información, en la supervisión de los sistemas internos de control o en las relaciones con los auditores de cuentas su razón de ser<sup>11</sup>.

La conclusión de lo anterior es nítida: la crisis de muchos bancos es responsabilidad directa de aquellos de sus administradores, que con sus

---

<sup>10</sup> V. Informe Walker, pp. 46-47, 51, 55-56 y 114, entre otras.

<sup>11</sup> Como señala el apartado 5 de la Disposición adicional decimonovena de la LMV, en las sociedades emisoras de valores, una de las competencias del Comité de Auditoría está constituida por las *“relaciones con los auditores externos para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de éstos y cualesquiera otras relaciones con el propio desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas técnicas de auditoría”*.

decisiones erróneas la generaron, y de otros administradores a los que correspondía controlar la actuación de los ejecutivos. En no pocos casos, las crisis de entidades de crédito han incidido en la relación entre el *management* de la entidad (incluidos los consejeros y ejecutivos) y el desempeño por el Consejo de su función supervisora. Ante esa evidencia, asistimos a una nueva oleada de medidas que van a incidir en forma diversa y en cada uno de los Estados en un sistema de gobierno corporativo que, de nuevo, no ha satisfecho las expectativas.

El análisis no estará completo, sin embargo, sin que volvamos la atención hacia el papel de los accionistas. El ordenamiento bancario comparte la presunción de que es a éstos a quienes corresponde el control en última instancia del correcto funcionamiento de una entidad de crédito, lo que explica la atención legal que se dispensa a la identidad, honorabilidad y capacidad de los accionistas significativos<sup>12</sup>. De manera que, al menos en el plano teórico, puede considerarse que una crisis bancaria implica una responsabilidad de los accionistas<sup>13</sup>. Mas esa consideración carece de todo fundamento allí donde, además de ante una entidad de crédito, estamos ante una sociedad cotizada con un capital atomizado.

La posición de sus accionistas comparte las características típicas de ese tipo de entidades. Los accionistas son, en su ingente mayoría, una masa desorganizada de apáticos inversores que carecen de cualquier capacidad de intervenir sobre la gestión de la entidad. Carecen de la información y de la legitimación para orientar la gestión ordinaria y para corregir los errores que puedan estar produciéndose. Pretender que los accionistas tuvieran una responsabilidad en la

---

<sup>12</sup> V. el Título VI de la LDIEC, recientemente actualizado por el art. segundo de la Ley 5/2009, de 29 de junio, en materia de participaciones significativas en entidades de crédito.

<sup>13</sup> El Informe Turner revisa el papel de los accionistas dentro de un epígrafe que lleva el sugestivo título de “The failure of market discipline”; p, 45 y ss.

crisis de numerosas entidades resulta, sencillamente, absurdo, puesto que parte de una premisa errónea: los accionistas tienen unos poderes de intervención de los que, en realidad, carecen. Los accionistas, a través de la junta, tienen una limitada capacidad de control *a posteriori* sobre la gestión desarrollada en el ejercicio precedente y, en algunos contados casos, se les reconoce una muy restringida capacidad de orientación.

Ahora bien, no es menos cierto que en no pocos casos, la gestión imprudente en la asunción de riesgos y en la contabilización de resultados ha contado con el beneplácito de los accionistas, que requerían una retribución vía dividendos y la creación de valor que también han terminado afectando severamente la solvencia de las entidades.

La crisis ha revivido el debate sobre la primacía de los administradores o la de los accionistas. Un debate que admite un amplio desarrollo en otras jurisdicciones, pero que carece de interés desde la perspectiva de nuestro ordenamiento, en el que se establece una clara preferencia de los segundos. Se están produciendo ya propuestas tendentes a reforzar el poder de los accionistas, pero la efectividad de éste como medio de control de los administradores no depende tanto de las iniciativas normativas, como de aspectos socio-económicos. De poco sirve seguir ampliando el catálogo de derechos de un accionista que carece de todo incentivo económico para ejercitarlos de manera individual. Las medidas de reforma que pueden tener un mayor alcance deben orientarse principalmente hacia la revitalización de la junta, delimitando su funcionamiento al margen del consejo (la separación de la presidencia de uno y otro órgano parecen convenientes) y atribuyendo a la junta poderes de intervención necesaria sobre aspectos esenciales para la administración de la sociedad.

Sin embargo, la puesta en práctica de numerosas medidas de superación de la crisis financiera no va a motivar la adopción de cambios en el sentido expuesto. Hemos asistido a una reacción frecuente en un número cada vez mayor de Estados: la necesaria recomposición de los recursos propios ha hecho que sea el Tesoro público el nuevo accionista de control. Un accionista al que su participación y las normas habilitadoras de esa intervención han dotado de poderes de intervención propios y alejados de la limitada influencia que pudieran tener los accionistas privados. La llegada de este nuevo accionista no es sólo un cambio de titularidad del dominio de una entidad de crédito. Esa situación resulta de la aplicación de fondos públicos o, en expresión más vehemente, del *“dinero de los contribuyentes”*, con lo que hace falta, además, explicar esa sustitución de inversores privados en un escenario de pérdidas y corregir las causas identificadas de la crisis.

#### **IV. LA DESAPARICIÓN DE LOS DIVIDENDOS PRIVADOS Y LA LLEGADA DEL TESORO PÚBLICO.**

Desde 2008 se ha repetido que asistimos a procesos de nacionalización de entidades de crédito, tanto en Estados Unidos como en Europa. Es cuestionable que así sea. No admite discusión que la crisis de numerosas entidades sólo se ha podido superar desde la compra o suscripción por el Estado de participaciones mayoritarias en el capital de aquellas. Mas ese hecho evidente y que ha alcanzado especial relevancia en Estados Unidos y en algunos Estados miembros de la Unión Europea, no se corresponde con un planteamiento económico destinado a que el Estado adquiriera o recupere, según los casos, una posición dominante en el negocio crediticio. No estamos ante el resultado de una determinada política o planificación económica, sino ante medidas urgentes y coyunturales. El debate no era tanto si debía existir o no una presencia pública en el capital de las entidades afectadas, cuanto si se liquidaba una entidad o se intentaba su recuperación por medio de la recomposición de sus recursos

propios, siendo así que sólo el Tesoro público parecía en condiciones de afrontar esta última opción, ante la evidencia de la falta de voluntad o de la incapacidad de los accionistas privados para hacerlo, ante la cuantía del desembolso requerido. El Estado aparecía así como un accionista de rescate.

Ante ese fenómeno, el debate económico se ha disparado también en un sentido político, entre quienes han dibujado ese proceso de nacionalización financiera como un fracaso de los mercados, que es al sector público a quien corresponde subsanar. La idea es una simplificación eficaz, pero alejada de la realidad. Baste con reparar en la circunstancia de que, dentro de un mismo mercado, mientras que unas entidades tenían problemas y requerían ayudas públicas, otras mantenían su solvencia y rentabilidad. Al igual que habrá que considerar que muchas de las entidades en problemas eran de titularidad pública o se encontraban sometidas, de hecho y de derecho, al control de las respectivas Administraciones.

Si volvemos a la participación pública en el capital de tantas entidades, las cuestiones jurídicas que se suscitan son diversas. La primera es la de la competencia<sup>14</sup>. La elogiada voluntad de contribuir con fondos públicos al rescate de entidades como forma de combatir lo que se dibuja como un riesgo de colapso sistémico, supone una alteración de la relación de competencia. Una perturbación que agrava sus efectos cuanto mayor sea el número de entidades auxiliadas. El fortalecimiento estatal del capital de una entidad en dificultades supone ciertamente auxiliar al competidor ineficiente, pero también castigar a quienes han demostrado su eficiencia.

---

<sup>14</sup> V. el estudio de SIGNES DE MESA, J.I., "Instituciones financieras y Derecho de la competencia en el contexto actual de crisis", que se incluye en este mismo número de la RDBB y también disponible en [http://eprints.ucm.es/9188/1/Signes\\_de\\_Mesa.pdf](http://eprints.ucm.es/9188/1/Signes_de_Mesa.pdf), en particular, p. 24 y ss.

En el régimen legal de las entidades de crédito, la solvencia de una entidad depende en principal medida de la cuantía de sus recursos propios. En una situación de cuasi parálisis de los mercados financieros, asistimos a una recomposición considerable de los recursos de unas entidades que facilita su recuperación patrimonial, mientras que otras que no han reclamado ayudas públicas se ven obligadas a apelar a sus accionistas para mantenerse en similar nivel de solvencia al de sus insuficientes competidoras. No es extraño que las autoridades de competencia hayan prestado especial atención a las ayudas públicas recibidas por las entidades de crédito en estos años.

Desde la perspectiva societaria, la llegada del nuevo accionista de rescate tampoco ha resultado pacífica. Primero, por los sacrificios que estas medidas de saneamiento implican para los accionistas existentes, a los que se les exige que, además de la pérdida del valor de su inversión, aprueben pérdidas con las que no suelen estar siempre de acuerdo y renuncien a derechos de suscripción preferente como requisito previo para la adjudicación al accionista público de las nuevas acciones. Segundo, porque los accionistas reclamarán acciones inmediatas contra los gestores, lo que en ocasiones no puede ejecutarse por haberlo convenido el nuevo accionista contrario con los gestores salientes. La disconformidad de los accionistas es comprensible ante situaciones en las que comprueba cómo se incumple de nuevo el tan reiterado alineamiento de sus intereses con los de los administradores. Estos se benefician de indemnizaciones difícilmente comprensibles ante la crisis de la entidad, mientras que a los accionistas se les pide que se resignen a la pérdida de su inversión.

Existen, sin embargo, argumentos también de crítica frontal hacia los anteriores accionistas. Se abandona su contemplación como víctimas y se les retrata como corresponsables del desastre, cuestionando la falta de reacción de los accionistas ante la perspectiva de dificultades. Resulta criticable que no reaccionaran ante

ciertas prácticas de los gestores y que toleraran operaciones y criterios contables que terminaron por lesionar de manera grave la solvencia y estabilidad de la entidad. Por otro lado, recuperando la perspectiva ideológica de esa incorporación del Estado, son reiteradas las voces que anteponen que durante sucesivos ejercicios los accionistas privados se hayan beneficiado de los dividendos repartidos, mientras que el nuevo accionista público tenga que soportar la situación de pérdidas.

Los argumentos anteriores y otros conexos admiten matizaciones de diverso calado pero en ellos subyace una crítica de fondo que no cabe desconocer: el fracaso de la función de control de los accionista/propietarios. A partir de ello, no han faltado invitaciones a la revisión de lo que ha sucedido y a reflexionar sobre cómo mejorar la regulación para que no se repitan las negativas experiencias que han conducido a la situación actual. En esa reacción, se dibujan dos claras orientaciones reguladoras: la que afecta a la retribución de administradores y ejecutivos de las entidades de crédito y la del diseño general del gobierno corporativo de las entidades de crédito.

#### **V. EL PROBLEMA RETRIBUTIVO.**

La retribución de los administradores y de los altos directivos de las entidades de crédito viene estando en el centro del debate desde el principio de la crisis financiera. La retribución de los administradores en general viene siendo objeto de un intenso debate desde hace años. Han sido varios y repetidos los casos en los que gestores salientes recibían cantidades astronómicas, dando lugar a supuestos imposibles de explicar. Algunos de ellos los han protagonizado administradores bancarios. De forma que a nadie debe sorprender que la mayor parte de medidas reactivas con respecto a la crisis tuvieran que ver con la retribución de los gestores bancarios.

Así, se ha vinculado la retribución con la gestación de la crisis. Posteriormente se ha abordado la cuestión como uno de los problemas centrales en el saneamiento de las entidades afectadas y, por último, se ha intensificado el debate en torno a la eventual regulación de ese aspecto de la organización de las entidades.

Afirmar que la crisis la ha causado la codicia de los gestores, impulsada por la determinación de “salarios” y compensaciones extravagantes, supone incurrir en una simplificación exagerada al analizar el origen de un problema extremadamente complejo. Pero no implica errar a la hora de apuntar sobre algunos de los motivos decisivos para la negativa evolución de los mercados financieros. Son varias y autorizadas las evidencias y opiniones que apuntan a los fundamentos económico-empresariales sobre los que se basaba la retribución de los ejecutivos bancarios como una de las prácticas inadmisibles y que reclaman una inevitable corrección.

### *1. Un problema que ha estallado*

La retribución de los administradores bancarios planteaba, inicialmente, los mismos argumentos que los de cualquier otra gran sociedad cotizada. A los bancos cotizados se les ha reclamado la adecuación en esta materia a las mismas reglas y criterios que al resto de las empresas. Se discutirá la forma de determinación de esa retribución, su cuantía y el marco regulatorio, común a las sociedades a las que se exigía un mejor gobierno. En el caso español, salvo por el supuesto aislado que derivó en la Sentencia de la Sala Segunda del Tribunal Supremo de 17 de julio de 2006<sup>15</sup>, la retribución de los consejeros de los bancos españoles no ha concitado una singular atención. Las prácticas retributivas se han ajustado a las marcadas por nuestros sucesivos Códigos de Buen Gobierno, si

---

<sup>15</sup> RJ 2006,7697.

bien no debe dejar de señalarse que algunos Bancos españoles han destacado positivamente por ir más allá de lo que se les recomendaba en materia de transparencia lo han hecho, en especial, por informar de la retribución individual de sus administradores y por incluir todos los conceptos retributivos. Es una medida inteligente, pues supone, en primer lugar, convertir la transparencia en un genuino principio de gestión, que no sólo se predica y aplica en las relaciones con la clientela o en materia de contabilidad, sino también en un aspecto organizativo que afecta directamente a los gestores (a todos en conjunto, pero también a cada uno de ellos) y que éstos exponen ante los accionistas. Pero esa transparencia voluntaria como opción gestora ha supuesto adelantarse a tendencias jurisprudenciales y regulatorias que tratan de corregir la falta de información sobre la retribución de los gestores. Es notorio que ya antes de la crisis existía una abierta hostilidad hacia la retribución de los administradores de las grandes sociedades. Esto explicaba, en mi opinión, alguna reacción jurisprudencial que interpretaba las normas societarias en el sentido más restrictivo a la hora de convalidar ciertas modalidades de retribución<sup>16</sup>, o las frecuentes propuestas de nuevas reglas que limitan la cuantía de retribuciones que socialmente provocan siempre una reacción negativa.

La crisis ha dado alas a esas posiciones, que se han concretado en algunos Estados. Puede pensarse que sólo las extraordinarias circunstancias que han acompañado la crisis justificaban tan infrecuentes medidas como la de que la ley determine el límite de la retribución del gestor de una empresa privada (pero

---

<sup>16</sup> Me remito a las dos SSTs (Sala 3ª) de 13 de noviembre de 2008 (RJ 2009\59 y RJ 2009\453), mercedoras de atención doctrinal: v. PAZ-ARES, C., “Ad impossibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)”, disponible en [www.indret.com](http://www.indret.com); también los comentarios de RONCERO, A., “Grado de concreción del sistema retributivo de los administradores en los estatutos sociales de una sociedad”, RdS 32 (2009), p. 79 y ss. y de FARRANDO MIGUEL, I., “La remuneración de los administradores y la doctrina jurisprudencial del doble vínculo”, en la misma Revista, p. 99 y ss., cuya lectura evidencia que estamos ante uno de los grandes problemas de la administración societaria, que sigue sin encontrar una solución justa y cierta.

menos allí donde ha sido el Tesoro Público el que ha hecho posible su supervivencia), y que esas medidas desaparecerán al tiempo que se supere la situación que las motivó. No comparto esa previsión, que implica un notable grado de voluntarismo a la hora de ignorar la realidad.

Desde hace decenios y, desde luego, antes de que la crisis financiera se manifestara de manera indiscutible, las apelaciones a corregir los excesos retributivos era permanentes. Frente a quienes proponían la solución legal consistente en una intervención directa sobre el *quantum*, otros hemos defendido la solución informativa: el consejero de un banco puede cobrar aquello que los accionistas autoricen<sup>17</sup>. Esta opción ha sido la acogida por la Unión Europea desde hace años<sup>18</sup> y confirmada en plena crisis por medio de la aprobación de la Recomendación 2009/385/CE, de 30 de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones de 2004 y 2005<sup>19</sup>.

La solución adoptada sigue siendo la correcta, pero corre el riesgo de resultar insuficiente, sobre todo si sus efectivos destinatarios siguen sin reaccionar adecuadamente al nuevo marco que se propone, en el que el uso de la autonomía empresarial es decisivo. Esta advertencia se basa en dos hechos. El primero se refiere al comportamiento empresarial en esta materia, que desoye las sucesivas advertencias que desde voces autorizadas se hacen sobre la falta de

---

<sup>17</sup> V. SÁNCHEZ-CALERO, J., "La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)", RdS 28 (2007), pp.19-58.

<sup>18</sup> Al aprobar las Recomendaciones 2004/913/CE, de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en Bolsa (DO L 385 de 29 de diciembre de 2004, p. 55 y ss.) y 2005/162/CE, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los Comités de Consejos de Administración o de vigilancia aplicables a las empresas que cotizan en Bolsa (DO L 52 de 25 de febrero de 2005, p. 51 y ss.). Ambas Recomendaciones fueron acogidas en la elaboración del Código Unificado de Buen Gobierno de 2006.

<sup>19</sup> DO L 15 de mayo de 2009, p. 28 y ss.

transparencia en materia de retribución<sup>20</sup>. Es uno de esos ámbitos en los que la defensa de la autorregulación se ve complicada por la pasividad de la mayoría de las empresas, que combaten cualquier medida regulatoria, al tiempo que son incapaces de adoptar medida alguna que vaya más allá de lo que exige la norma. Es el uso de la libertad para ir más allá de los límites legales lo que disipa la necesidad de recomendar o imponer soluciones armonizadoras. Son varias y significadas las excepciones entre los bancos españoles que han entendido que la transparencia retributiva completa expresa un liderazgo del que, sin duda, se beneficiarían sus administradores. Puede que cobren mucho, pero es lo que sus accionistas respaldan. No es esa, desafortunadamente, la postura de la mayoría de entidades, que mantienen la retribución individual de sus administradores en una opacidad que genera desconfianza.

El segundo hecho al que hay que referirse se encuentra plasmado en la reciente Recomendación europea de 2009. Se diagnostica que el problema retributivo se ha agravado y que por ello la reacción era obligada<sup>21</sup>. Pero se advierte también

---

<sup>20</sup> La referencia española la depara el reciente *Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX-35 del ejercicio 2008* (CNMV), en donde se señala: “Las recomendaciones del Código Unificado que menos se siguen son las relacionadas con la transparencia y el régimen de aprobación de las retribuciones de los consejeros, aunque han mejorado respecto al año anterior. No obstante, algunas recomendaciones, como la 40 –que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones- y la 36 –que las remuneraciones mediante entrega de acciones se circunscriba a los consejeros ejecutivos- registran un grado de seguimiento inferior a 2007” (p. 5.).

<sup>21</sup> Considerando (2): “... Además, la experiencia de los últimos años y la adquirida más recientemente con motivo de la crisis financiera ponen de manifiesto que las estructuras de remuneración se han hecho cada vez más complejas, demasiado centradas en los logros a corto plazo, y que en algunos casos han conducido a unos niveles de remuneración excesivos, no justificados por los resultados obtenidos”.

Considerando (3): “ Aunque la forma, nivel y estructura de la remuneración de los consejeros sigan siendo competencia primordial de las empresas, de sus accionistas y, en su caso, de los representantes de los empleados, la Comisión considera necesario establecer nuevos principios que regulen la estructura de la remuneración de los consejeros —fijada en la política de remuneración de las empresas— así como el procedimiento de determinación de las remuneraciones y el control de ese procedimiento”.

de la necesidad de una urgente aplicación de los principios<sup>22</sup>, del atento seguimiento que en esta materia va a desarrollar la Comisión<sup>23</sup> y de la posibilidad de adoptar nuevas “disposiciones”<sup>24</sup>.

## *2. Prácticas retributivas como condicionantes de la gestión financiera*

La crisis financiera ha puesto de manifiesto que el sector financiero presenta perfiles propios en cuanto al problema retributivo. Esas características singulares pueden enunciarse de forma simplificada indicando, en primer lugar, que las retribuciones de los administradores de determinadas entidades de crédito (señaladamente, las de los consejeros ejecutivos de grandes bancos de inversión) representaban los niveles más altos y su conocimiento generaba una mayor estupefacción social. En segundo lugar, que los esquemas retributivos que beneficiaban a los administradores ejecutivos, se extendían a un número muy importante de directivos y empleados de la entidad, hasta el punto de merecer un tratamiento singular. En tercer lugar, que el principal componente de esa retribución era el factor variable (“bonus”), siendo así que éste se calculaba normalmente en relación con determinados tipos de operaciones de inversión, atendiendo especialmente a los resultados que éstas producían de manera inmediata (por ejemplo, vía comisiones de colocación o intermediación) y sin ponderar de manera adecuada los riesgos que provocó que se viviera una

---

<sup>22</sup> Las medidas necesarias para la aplicación de la Recomendación deben adaptarse antes del 31 de diciembre de 2009; v. apartado 10.1 de la Recomendación.

<sup>23</sup> Considerando (13): “En vista de la importancia que reviste el problema de la remuneración de los consejeros y con objeto de afianzar la aplicación efectiva del marco comunitario en esta materia, la Comisión tiene el propósito de hacer un uso extensivo de los diferentes mecanismos de seguimiento, como, por ejemplo, los cuadros de indicadores anuales o las evaluaciones mutuas realizadas por los Estados miembros. La Comisión, además, se propone estudiar las posibilidades de armonizar los requisitos de información sobre la política de remuneración de los consejeros”.

<sup>24</sup> Disposiciones finales: “Se les invita así a que dirijan a los interesados una consulta nacional en relación con la presente Recomendación y a que notifiquen las medidas adoptadas de conformidad con esta para que la Comisión pueda seguir de cerca la situación y evaluar sobre esta base la necesidad o no de adoptar nuevas disposiciones”.

situación disparatada<sup>25</sup>. Entidades que habían anunciado resultados positivos pocos meses antes y cuyos consejeros ejecutivos competían por batir los récords retributivos a partir de esos resultados, se presentaban como insolventes o anunciaban pérdidas que cuestionaban su futuro. A la sorpresa inicial siguió la ira, sobre todo cuando se conoció que la única solución para esa situación era la contribución de grandes ayudas públicas.

Esas reacciones comprensibles se vieron acompañadas por una reflexión sobre el modelo normativo y empresarial que hacía posible la paradoja de que la ruina de los accionistas fuera causada por gestores que acababan de convertirse en multimillonarios como recompensa por su gestión. La revisión de lo ocurrido se inició por el último de los factores específicos que reflejaba la retribución en el sector financiero: el modelo de negocio y de resultados que sirvió para reconocer unas retribuciones tan cuantiosas como inmerecidas.

### *3. La reacción europea: la Recomendación 2009/384/CE*

Una de las lecciones de la crisis bancaria ha sido la necesidad de disciplinar la retribución en el sector financiero como una forma de atenuar la gestión de riesgos. En algunos países, la actualidad ha condicionado la forma de abordar el problema. Antes del estallido de la crisis las retribuciones producidas en los principales mercados financieros venían generando una creciente estupefacción. Ésta dio paso a una abierta cólera social cuando resultó evidente que quien pagaba disparatadas retribuciones eran instituciones financieras en situación de insolvencia o de liquidación. Allí donde la crisis de las entidades obligó a la aportación a favor de éstas de recursos públicos, la cólera social impedía plantear siquiera el mantenimiento de las mismas prácticas retributivas. A lo largo del segundo semestre del año 2009, la cólera social se vio revitalizada por

---

<sup>25</sup> El Informe Turner, en sus pp. 79 a 81, realiza una certera descripción del problema.

los anuncios que progresivamente iban haciendo entidades rescatadas sobre su voluntad de volver a las prácticas retributivas que muchos contemplaban como una de las causas de la crisis. Algunas entidades planteaban esa vuelta a sus antiguas prácticas a partir de la restitución de las ayudas públicas recibidas. En ese escenario no resulta extraño que se plantearan reacciones regulatorias especialmente rigurosas ante lo que parecía un abuso renovado en la determinación de las retribuciones en el sector financiero.

Las situaciones convulsas generan con frecuencia normas que también están afectadas por una cierta miopía y por la voluntad de hacer frente a una determinada coyuntura. Esas normas, dictadas con el fin primordial de dar respuesta a un problema de opinión pública, no suelen acertar a la hora de resolver problemas regulatorios de calado, como es sin duda el que analizamos. La cuestión se ha planteado de una manera correcta al distinguir entre dos problemas de naturaleza diversa y que con urgencia se confunden: procede distinguir entre el problema de la retribución en aquellas entidades rescatadas con fondos públicos, en donde existe una evidente invitación a la actuación rigurosa de los poderes públicos, y la solución general que debe darse con una visión a largo plazo a la estructura de la retribución en las entidades financieras, evitando que se convierta en un factor que incentive la asunción de riesgos inadecuados<sup>26</sup>.

En Estados europeos como Francia o Alemania (al igual que sucedió antes en Estados Unidos o en Gran Bretaña), el pago de ciertos *bonus* ha conllevado una

---

<sup>26</sup> V. el Informe Turner, p. 79: “• *The first and short-term issue concerns the total level of remuneration paid to executives in Banks which have received taxpayer support. This is a legitimate issue of public concern, and one where governments as significant shareholders have crucial roles to play. But it is not an issue for the long-term nor for bank regulations.*

• *The long-term issue concerns the way in which the structure of remuneration can create incentives for inappropriate risk taking. It is on this issue that the FSA and financial regulators across the world are now focused”.*

reacción fulminante de sus respectivos Gobiernos. La vuelta a ciertas formas de retribución variable que muchos identificaban como una de las causas de la crisis financiera ha deparado el anuncio de medidas que limitan y condicionan la percepción de un *bonus* por los ejecutivos de una entidad<sup>27</sup>. Son manifestaciones del problema política en que ha terminado convirtiéndose la retribución.

Con la intención de superar esas reacciones coyunturales y fijar nuevos principios regulatorios en esta materia, la Comisión europea aprobó su Recomendación 2009/384/CE de 30 de abril de 2009, sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros<sup>28</sup>. La retribución deja así de ser un problema corporativo u orgánico y se convierte en el punto a través del que aflora una regulación sectorial, que alcanza de forma exclusiva a las entidades financieras (definidas por el apartado 2.1 de la Recomendación).

El recurso a una Recomendación puede ser discutido. Si se considera que existe un interés general (que excede a los intereses vinculados con una determinada entidad) en la solución ordenadora de una política de gestión que tiene una trascendencia sistémica, puede alegarse que lo procedente habría sido adoptar una norma europea en sentido estricto. Sin embargo, la Recomendación es una solución correcta. Antes que imponer a todos los Estados una solución pretendidamente armonizadora o de general e inmediata aplicación, en esta materia es preferible que los Estados miembros se vean incitados a adoptar los nuevos principios (v. apartados 13 y 14 de la Recomendación). Ello porque conviene no olvidar que estamos ante un problema de muy variada

---

<sup>27</sup> El verano de 2009 ha deparado una inacabable sucesión de hechos e informaciones que revelaban que la retribución de los directivos bancarios se había convertido en un problema político de máxima importancia: v. la crónica estival que incluía en [www.jsanchezcalero.blogspot.com](http://www.jsanchezcalero.blogspot.com)

<sup>28</sup> Se trata de una Recomendación coetánea en su adopción y publicación a la Recomendación 2009/385/CE; v. DO L 15 de mayo de 2009, p. 22 y ss. Ambas Recomendaciones comparten criterios ordenadores citados en sus respectivos Considerandos).

manifestación en los Estados miembros. Mientras que en unos el problema retributivo ha ocupado portadas y obligado a una decidida intervención gubernativa, en otros o no se ha conocido caso alguno que alerte de la presencia de ese problema, o los casos en los que el establecimiento o pago de una determinada retribución ha derivado en un conflicto son anecdóticos. Tan dispar realidad no justifica, sin más, que se proceda a una obligada armonización regulatoria, sino a reconocer a los Estados el poder de modular las medidas destinadas a atender los principios fijados en la Recomendación.

Los principios que introduce la Recomendación pueden sintetizarse en la siguiente forma: (i) la política de retribución no puede entrañar la asunción de riesgos imprudentes y debe atender a la estrategia desarrollada a largo plazo; (ii) debe existir una proporcionalidad entre los componentes fijo y variable de la retribución; (iii) la retribución basada en resultados deberá ser reembolsada por el directivo siempre que aquellos resulten inexactos; (iv) siendo el Consejo de Administración el órgano responsable de establecer y supervisar la política retributiva, ésta debe contar con la participación de servicios internos y externos al efecto, así como para realizar una revisión periódica del cumplimiento de esa política; (v) debe difundirse una información adecuada sobre la política de remuneración y (vi) la supervisión por las entidades competentes alcanza a la política de remuneraciones.

La última de las referencias expresa de una manera vigorosa el cambio normativo que se avecina en esta materia. La retribución de los directivos es, sin dudas, una de las políticas rectoras de toda entidad. Pero es algo más que una opción empresarial, puesto que puede condicionar esa gestión y desembocar en efectos nocivos que exceden a esa entidad. Esa contemplación de la retribución como un factor de riesgo sistémico justifica la intervención supervisora en lo que es una afectación de la autonomía personal.

## **VI. LA CRISIS FINANCIERA Y LA AUTORREGULACIÓN.**

Tanto sus efectos más notorios, como las soluciones que se han adoptado y que se siguen analizando para hacer frente a la crisis financiera permiten afirmar que afrontamos una situación de excepcional gravedad y que va a modificar sustancialmente la regulación de los sistemas financieros, desde la perspectiva internacional hacia los sistemas nacionales. Esa modificación va a incidir en aspectos propios de la organización de las entidades de crédito. Ante la evidencia de un fallo sistémico del sistema de gobierno de numerosas y relevantes entidades, resulta sencillo diagnosticar una creciente desconfianza hacia soluciones basadas en el principio de autorregulación.

Los bancos y las demás entidades financieras han de asumir que la recuperación de la confianza en la solidez y buen funcionamiento de las entidades pasa por un reforzamiento de la supervisión y por la adopción de normas de general e imperativa aplicación orientadas a conjurar las que se entienden que fueron principales causas de la crisis. Dos serán las principales víctimas de esa tendencia: en primer lugar, la libertad empresarial y, en segundo, la competencia. Aunque se presenten como soluciones recomendables, la simple lectura de las iniciativas adoptadas, por ejemplo, en materia de retribución expresa claramente que lo que se aconseja es que todas las entidades establezcan y apliquen una política retributiva acorde con los principios recomendados. La injerencia es aún mayor en aquellos ordenamientos en los que a la aplicación de procedimientos uniformes se suma la limitación imperativa de ciertas políticas empresariales. El resultado es que los problemas de algunos, pocos o muchos, termina en un sometimiento de todos a un marco regulador

mucho más restrictivo. Malos tiempos pues para soluciones basadas en la libertad de cada entidad a la hora de decidir aspectos esenciales de su negocio.

El problema de una crisis de amplio alcance es que diluye las diferencias entre entidades en problemas y las que mantienen una buena trayectoria. El caso español es un buen ejemplo. Es notorio que no se da una situación de crisis del sistema en su conjunto, pero también lo es que los problemas de alguna entidad, termina salpicando la confianza colectiva en el conjunto. Pero si a las ayudas a favor de las entidades ineficientes se suma un rigor regulatorio que afecta a todas, incluidas, las que han mantenido en todo momento su eficiencia, los incentivos para seguir compitiendo se ven afectados.

En la ordenación crediticia lo primero es la estabilidad del sistema, lo que justifica que su conservación pueda coyunturalmente alterar por medio de intervenciones normativas la competencia entre las entidades. Pero, conseguida esa estabilidad y delimitado adecuadamente los principios de disciplina del mercado crediticio, la efectividad de la competencia de recuperarse como uno de los factores determinantes de aquella estabilidad. De ahí que convenga revisar la vigencia de ciertas recomendaciones y normas que, dictadas con criterios de oportunidad y ante una situación grave, pueden terminar teniendo efectos negativos una vez que desaparezcan las causas que determinaron su adopción.

## **VII. EPÍLOGO: UN APUNTE SOBRE EL FROB.**

La posición de los accionistas y administradores de entidades de crédito españolas se va a ver también afectada por la puesta en práctica de las distintas medidas incluidas en el régimen del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), plasmado en el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre

reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito<sup>29</sup>. Se trata de un nuevo instrumento diseñado para facilitar la financiación a procesos de reestructuración de todo tipo de entidades, lo que puede conllevar que, de una parte, se vea afectada la gestión de la entidad y, de otra, el nuevo Fondo irrumpa en los fondos propios de la entidad. La generalizada presencia del FROB en un número relevante de entidades españolas supondrá –si llega a producirse– aproximar la fenomenología de la crisis financiera española la experiencia de otros Estados en los que la presencia pública en las entidades ha alcanzado una intensidad.

Allí donde la debilidad de una entidad y la ineficiencia de los planes de actuación presentados así lo reclamen, se abre la puerta a un proceso de reestructuración en sentido estricto, en el que el Banco de España acordará la sustitución provisional de los administradores y el nombramiento del propio FROB como administrador provisional. Al propio tiempo, la recapitalización podrá traducirse en la vigencia de una serie de disposiciones legales destinadas al nuevo accionista. Se trata de normas que apuntan tanto a la derogación de límites a la suscripción de nuevas participaciones, así como a la de las restricciones legales para el ejercicio de determinados derechos. Algunas de estas medidas se inspiran en la experiencia vivida al respecto en intervenciones del Fondo de Garantía de Depósitos<sup>30</sup>. A título meramente indicativo, entre las primeras cabe citar la derogación legal de límites a la tenencia de una determinada participación en el capital o en las cuotas participativas o la obligación de formular una OPA cuando se supere el porcentaje establecido en la legislación de los mercados de valores. Para esa adquisición, la supresión del derecho de adquisición preferente de los accionistas o cuota partícipes es imprescindible. La norma no suprime con

---

<sup>29</sup> Publicado en el B.O.E. de 27 de junio de 2009.

<sup>30</sup> V. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La reforma del régimen del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios”, RDBB 55 (1994), p. 569 y ss.

carácter general la vigencia de ese derecho ante la previsible entrada del FROB, pero sí subordina ésta a un previo acuerdo de supresión de tal derecho. En cuanto a la posición del FROB como accionista, lo más llamativo es el privilegio que supone que frente al mismo no regirán las eventuales limitaciones estatutarias en relación con el derecho de asistencia o el derecho de voto. El resultado de esas medidas puede ser, en especial allí donde la contribución financiera del FROB sea de relativo alcance, que el nuevo Fondo se convierta en el accionista de referencia, con el que habrá de contarse en cualquier decisión que se pretenda adoptar, o que pase a ser el accionista de control. En todo caso, las entidades objeto de esa *“ordenada reestructuración”* deberán adaptar su funcionamiento ordinario y las políticas empresariales a los criterios del nuevo accionista.

En el momento de cerrar estas páginas, la actividad del FROB apenas se ha iniciado, si bien es reiterada la invocación de su inminente participación en el proceso de concentración de cajas de ahorros que se viene discutiendo a lo largo del presente año.

Septiembre 2009