

JOSÉ MARÍA GARRIDO

Los planes de rescate han vuelto a poner de actualidad una vieja cuestión del gobierno de las sociedades: el Estado como accionista. El autor reflexiona sobre los problemas que puede generar esta condición y que afectan a la libre competencia en el sistema financiero y al gobierno societario



La crisis financiera y el Estado accionista

Una de las consecuencias más notables de la actual crisis financiera es la puesta en marcha de planes de ayuda al sector financiero que contemplan la posibilidad de que el Estado adquiera acciones en las sociedades cotizadas de carácter financiero. Esta posibilidad ya se ha utilizado en Estados Unidos y en algunos países europeos. En España, la adquisición, por parte del Estado, de acciones y de otros títulos emitidos por entidades financieras se ha recogido en el artículo 2 del Real Decreto-Ley 7/2008, aunque se afirma que, de momento, no se utilizará esta medida.

La posibilidad de adquirir acciones -u otros títulos- constituye una medida obvia y directa para reforzar los recursos propios de las entidades financieras en crisis. Sin embargo, y a pesar de la simplicidad de la medida, no son pocos los problemas que puede generar. Algunos de esos problemas afectan a la libre competencia en el sistema financiero y al gobierno societario de las propias entidades financieras.

Los planes de rescate han vuelto a poner de actualidad una vieja cuestión del gobierno de las sociedades: el Estado como accionista. En realidad, la experiencia del Estado como accionista es tan vieja como la propia sociedad anónima, pero es lícito preguntarse hasta qué punto el Estado ha asimi-

lado los cambios en el gobierno societario y qué medidas adoptará para preservar los rasgos positivos de ese modelo de gobierno.

El primer recelo, naturalmente, se refiere a la libre competencia en el sector: no se trata solamente de que estas adquisiciones de acciones puedan suponer ayudas de Estado, sino especialmente de que el Estado tenga una importante participación accionaria, en un sector especialmente regulado, y con las conexiones entre el organismo que ostente las participaciones accionarias y los supervisores financieros y los responsables de la política económica y monetaria, puede provocar, potencialmente, desigualdades informativas y de trato en el desarrollo de las actividades financieras. Es extraordinariamente importante, por ello, que queden totalmente separadas las funciones regulatorias de la posición del Estado como accionista de las sociedades que participan en el mercado.

Pero no es ese el único problema. Al convertirse en accionista, el Estado tiene que asumir una posición responsable en el buen gobierno de las sociedades. No puede afirmarse, como se ha hecho desde Estados Unidos, que el Estado va a ser un *inversor pasivo*. Si el Estado asume participaciones significativas en sociedades



ÁNGEL NAVAS

anónimas, ha de comportarse con responsabilidad y participar en la vida societaria.

Un Estado que obliga a los fondos de pensiones, o a las instituciones de inversión colectiva, a participar como accionista en las sociedades en las que tienen importantes inversiones no puede adoptar una actitud pasiva. Sería importante, por ello, que los organismos estatales que vayan a adquirir acciones en sociedades financieras adopten líneas de actuación como las recomendadas por la OCDE, de modo que el Estado se comporte como un accionista responsable, y que desarrolle sus actuaciones como accionista con arreglo a criterios definidos y pre-
visibles. Tan dañino para el interés so-

cial puede ser que el Estado se comporte como un accionista que persiga fines políticos y extrasocietarios, como que el Estado haga dejación de sus derechos como accionista.

Además, el Estado ha de asegurar que existe transparencia e igualdad informativa entre los accionistas, en lugar de prevalecer de su condición para relacionarse con los administradores y acceder a información privilegiada sobre la sociedad. Al mismo tiempo, no es positivo que el Estado se involucre en la gestión diaria de las sociedades en las que invierte, sino que debe limitarse a controlar a los gestores mediante el ejercicio de los derechos que le corresponden como accionista. En particular, el Estado debería ejercer su influencia para que la remuneración de los administradores -que se ha convertido en una de las cuestiones más polémicas- favorezca el interés a largo plazo de la sociedad y evite los excesos que han caracterizado al sector en los últimos tiempos.

Por supuesto, estas breves consideraciones no agotan el catálogo de problemas relacionados con la condición del Estado como accionista: es preciso reflexionar sobre el régimen de las operaciones vinculadas y los contratos que las entidades financieras concluyan con el Estado, y sobre la posibilidad de que el Estado tenga participaciones accionarias en distintas sociedades competidoras, lo cual puede provocar conflictos particularmente fusiones, especialmente si se plantean fusiones entre dichas sociedades.

Catedrático de Derecho Mercantil, miembro del Foro Europeo de Gobierno Corporativo y consejero de Cuatrecasas

El Estado ha de asegurar que existe transparencia e igualdad informativa entre los accionistas

JORGE TORRES QUÍLEZ

¿Dónde está la tan reclamada liquidez?

Una súbita e inquietante alarma ha comenzado a convulsionar la enraizada estabilidad y fortaleza financiera que tradicionalmente ha exhibido un gran segmento de nuestro apalancado tejido empresarial, dimanante del dinámico nivel de sobreendeudamiento históricamente acumulado. La sistémica privación de un grado de liquidez preciso a efectos de afianzar el fuerte ritmo de desarrollo sustentado, al calor del ciclo expansivo de crecimiento más dilatado y extenso de la historia de España, ha comenzado a golpear con severidad las cuentas de resultados de una gran inmensidad de las compañías, llegando a lesionar hondamente el músculo económico de nuestro país y evidenciando de forma manifiesta la vulnerabilidad sobre la que se han nutrido sus fragmentados cimientos.

La contracción en los volúmenes de negocio como consecuencia de la intensa in-

movilización registrada en la demanda interna -que se está viendo agravada exponencialmente a medida que se oscurecen las perspectivas sobre la evolución del mercado laboral-, unida a la rigurosa restricción crediticia derivada de la sequía en los canales tradicionales de financiación suscritos para empresas y particulares, junto con la persistencia de exorbitantes estructuras de costes -sustancialmente financieras- provenientes de épocas prolongadas en las que ha prevalecido una acumulación excesiva de riesgo financiero y una tenencia de inversiones económicamente injustificadas, han engendrado profundos desequilibrios tesorereros en los balances de las empresas. Ello ha proyectado un arriesgado posicionamiento que ha desencadenado la aparición de fondos de maniobra -diferencia entre activo y pasivo circulante- deficitarios, lo que evidencia la incapacidad de

generar recursos líquidos suficientes para hacer frente a las obligaciones de pago que se devengan en un horizonte de corto plazo.

Bajo este escenario han comenzado a aflorar los primeros impagos de deuda a vencimiento y un nutrido número de empresas se están viendo involucradas en múltiples procedimientos concursales. Como corolario de estas premisas, la pronta consecución de un nivel adecuado de disponibilidad de recursos financieros a corto plazo constituye uno de los principales paradigmas sobre el que pivota la improrrogable viabilidad de los actuales modelos de negocio existentes en España.

Entretanto, el diagnóstico de la actual situación bancaria resulta innegable. La insistencia generalizada hacia un acentuado nivel de desconfianza -por miedo a un presunto contagio *subprime*-, las continuas tensiones reveladas en el mercado in-

terbancario español -es tal la necesidad de liquidez en el mercado interbancario que las entidades financieras españolas, tradicionalmente prestadoras de recursos al resto de entidades, han pasado a adoptar una posición netamente deudora, por importe de 570 millones de euros, siendo la primera vez en la historia que nuestras entidades de ahorro invierten su tendencia- y el gradual rebrote en el índice de impagos -que está repercutiendo de forma incisiva en la dotación de provisiones que las entidades financieras han estado acumulando para hacer frente a este pronosticado cambio de ciclo- han condicionado la aprobación de financiación en la mayoría de los nuevos procesos de inversión, al cerrar el mercado de crédito incluso a endeudamientos previamente aceptados. El ritmo de crecimiento del crédito concedido por nuestro sistema financiero se ha atenuado en casi a la tercera parte, de ma-

nera que esta retracción en la concesión de financiación está obstaculizando seriamente la reactivación de la economía española.

Ni siquiera los planes gubernamentales de rescate financiero, que pretenden volver a instaurar la confianza y seguridad en el sistema financiero, con la única finalidad de que la liquidez interbancaria vuelva a emerger y reactive la cadena de crédito, parecen que vayan a provocar que los mercados mayoristas de financiación -en los que las entidades financieras captan recursos por medio de emisiones de deuda, bonos, cédulas o titulizaciones- vuelvan a la normalidad en un horizonte de corto plazo.

Como consecuencia de esta demora, crece la preocupación sobre cómo repercutirá esta crisis de liquidez sobre las compañías españolas. Ante las dificultades para acceder a los mercados de crédito, la banca española ha aumentado sus esfuerzos para compensar la

escasez de recursos mayoristas con el ahorro de clientes, viéndose obligada a iniciar una auténtica guerra de pasivo bancario -soterrando los márgenes de rentabilidad y, por consiguiente, las cuentas de explotación de estas entidades-, lanzando campañas de captación de depósitos más agresivas y apelando con mayor frecuencia al Banco Central Europeo que antes de comenzar la crisis o emitiendo papel a corto plazo -pagarés-.

En último término, y dada la presente imposibilidad financiera para canalizar este arduo panorama, las empresas se van a ver abocadas a afrontar una dura etapa de reestructuración de sus recursos ajenos, así como a largos procesos de refinanciación de su deuda bancaria.

Profesor de Economía Financiera de la Universidad de Zaragoza y director financiero de varias empresas

