

LOS RECURSOS PROPIOS Y LA CREACION DE VALOR EN LAS ENTIDADES BANCARIAS

Víctor BARALLAT y Luis BARALLAT

INTRODUCCION

Tener una buena gestión de los recursos propios se está convirtiendo en un factor estratégico de diferenciación y de obtención de ventajas competitivas en la actividad bancaria. Las instituciones financieras compiten con muchos otros agentes económicos en los mercados de capitales para captar recursos permanentes, y deben, por tanto, resultar suficientemente atractivas para los inversores, lo cual equivale a «crear valor» para éstos. Las acciones bancarias han tenido, en general, una evolución pobre en la década de los ochenta en casi todos los países (cuadro n.º 1), con lo cual, la experiencia de los inversores en este sentido no es muy favorable, y ello ha coincidido con un endurecimiento general en los requisitos regulatorios de capitalización para las entidades de depósito.

Los recursos propios, al ser más caros que los ajenos, tienen que ser optimizados. El coste de capital para un gran banco español puede oscilar en estos momentos entre un 20 y un 25 por 100, por lo que hay que utilizarlo eficientemente. El capital debe ser «apalancado» adecuadamente para optimizar su rendimiento. En este mismo sentido, hay que aprovechar al máximo las oportunidades que brindan los instrumentos híbridos —acciones preferentes, obligaciones subordinadas, etc.— que computan como recursos propios dentro de los requisitos de capital de las entidades financieras, pero que, en general, tienen menor coste global, evitando además la «dilución» del accionista. En este sentido, los bancos todavía tienen posibilidades de mejorar la gestión financiera de su estructura de capital.

Los bancos «universales» están además presentes en muchos negocios distintos y tienen que asegurar que todos ellos «creen valor» a largo plazo; es decir, que tengan una rentabilidad de los recursos propios que consuman superior al coste de capital de los mismos. En este sentido, es primordial conocer la contribución de cada uno de los distintos negocios, potenciando las actividades que creen valor y reestructurando o eliminando las que lo des-

truyen. Asimismo, dado que los requisitos de capitalización de las entidades financieras se establecen como una determinada proporción de los activos de riesgo, deben marcarse criterios de estructura de balance que aseguren que los precios o diferenciales de los distintos productos no sólo compensen sus costes y los riesgos asumidos, sino que generen una rentabilidad sobre los recursos propios consumidos suficiente para crear valor. De esta forma, un préstamo hipotecario podrá tener un diferencial inferior al de un crédito al consumo, dado que, entre otros factores, implica menos necesidades de capital.

Por otra parte, dado que un banco tiene que desarrollar actividad con segmentos de clientela, como banca corporativa, que exigen unos diferenciales que no cumplen los criterios anteriores, se deben aprovechar al máximo las ventajas de la «titulización» y la venta de activos para poder seguir dando servicio a la clientela sin consumir balance. En este sentido, las posibilidades existentes en nuestro país son todavía limitadas, pero si nos atenemos a la experiencia de otros mercados, se puede esperar un fuerte desarrollo de estas actividades. En Estados Unidos, por ejemplo, mientras las entidades de depósito titilizan más del 80 por 100 de los préstamos hipotecarios residenciales que generan, son al mismo tiempo un fuerte inversor en títulos respaldados por este tipo de activos, que, por contar con garantía del Estado Federal, no consumen recursos propios y además gozan de liquidez.

Finalmente, dado que la gestión de recursos propios significa optimizar financieramente el balance para maximizar la creación de valor para los accionistas de forma sostenida y a largo plazo, es primordial llevar a cabo con eficacia las relaciones con los accionistas, coordinando los canales de distribución de acciones y la información que se les proporciona.

Todas las funciones anteriores, unidas a la gestión de activos y pasivos, y de recursos en general, constituyen la gestión financiera integrada de un banco, que se podría equiparar a la dirección financiera de una empresa industrial o comercial. Si en toda em-

CUADRO NUM. 1
RENTABILIDAD COMPARADA DE LAS ACCIONES BANCARIAS
1980-1989

	<i>Acciones bancarias (Porcentaje)</i>	<i>Indice general (Porcentaje)</i>
Japón	31,0	22,6
Italia	31,0	26,6
Irlanda	18,9	18,0
Alemania	11,9	14,1
Estados Unidos	10,8	14,1
Reino Unido	16,0	20,2
España	15,5	24,2
Suiza	3,2	8,0
Francia	8,2	20,6
Holanda	2,8	15,1

Nota: Rentabilidad medida por variación de cotizaciones en el período expresada en tasa anual acumulativa.

Fuente: Salomon Brothers.

presa se trata de una función importante, lo es sin duda todavía más en un banco, dados los pequeños diferenciales o márgenes con que opera el negocio bancario y su alto apalancamiento financiero, y además está creciendo en importancia a medida que estos diferenciales disminuyen.

¿CUANDO SE CREA VALOR?

La creación de valor para el accionista se consigue cuando el valor de mercado de la empresa es superior, en términos reales, a la inversión acumulada que en ella han hecho los accionistas, y que no es otra que los fondos propios, o el valor contable de la sociedad. Se puede demostrar (1) que para ello es necesario que la rentabilidad conseguida por la empresa sea consistentemente superior a la tasa de retorno exigida por los inversores para una inversión de ese nivel de riesgo, que se define precisamente como el «coste de capital». Una descripción más detallada de este análisis figura en el *Apéndice*.

Para crear valor, se debe actuar por tanto, como veremos, por una doble vía, incrementando la rentabilidad sobre recursos propios y disminuyendo el coste de capital. Además, financieramente se puede también demostrar (2) que, en el caso de una empresa cotizada, tener una mayor rentabilidad sobre recursos propios implica un PER, o múltiplo de beneficios, más alto, lo que, a su vez, reduce el coste de capital, permitiendo entrar en un «círculo virtuoso» de creación de valor: alta rentabilidad sobre recursos propios, mayor *premium* de la cotización sobre valor contable, mayor PER, menor coste de capital, mayor capacidad de crecimiento, incremento de cuota de mercado, mayor rentabilidad sobre recursos propios.

El camino contrario lleva a ir perdiendo paulatinamente posición y, a la larga, a ser adquirido. Estudios realizados en Estados Unidos en este sentido demuestran que las empresas que consistentemente

no consiguen superar su coste de capital tienen una alta probabilidad de ser absorbidas a medio plazo.

Los bancos universales, además, están presentes en un conjunto de negocios distintos que se diferencian en términos de su rentabilidad esperada, crecimiento, tamaño, riesgo y consumo de capital. No todos estos negocios crean valor para el accionista; es decir, no todos ellos generan una rentabilidad sobre los recursos propios consumidos superior a su coste de capital, que además no será el mismo para cada actividad, pues dependerá del riesgo de ésta.

Para crear valor, será necesario, por tanto, gestionar la cartera de negocios del banco potenciando las actividades que crean valor y reestructurando o eliminando las que lo destruyen (3). El objetivo final del proceso es tener una mejor cartera de negocios en términos de creación de valor. Ello exige las tareas siguientes:

1) *Identificar negocios.* Un banco universal desarrolla muchos negocios distintos: banca al por menor, banca corporativa, mercado de capitales, seguros, etcétera, que deben ser identificados.

2) *Asignar ingresos y costes a cada campo de actividad.* Aquí nos encontramos con todo el problema de tasas de transferencia, teniendo en cuenta que la banca, tradicionalmente, ha tendido al agrupamiento de productos y servicios distintos, sin ideas claras de contabilidad analítica, sistema por el que unos productos rentables subsidiaban las pérdidas existentes en otros.

3) *Imputar los recursos propios consumidos por cada actividad.* En este caso, también existen diversas posibilidades: *ratios* legales, necesidades de solvencia en función de la experiencia histórica, riesgos asumidos, etcétera.

4) *Calcular el coste de capital* de cada actividad en función de su riesgo.

Al final, este proceso permitirá clasificar las actividades en que participa un banco en «creadoras de valor» y «destructoras de valor».

Lowell Bryant, conocido experto en temas bancarios de McKinsey, dice que la forma más fácil que tiene un banco para crear valor es eliminando o reestructurando las actividades que actualmente lo destruyen.

La creación de valor también exige gestionar adecuadamente los recursos permanentes de la empresa, de forma tal que se reduzca el coste de capital. Como se sabe, en los recursos propios de un banco no computa únicamente el capital propio, sino que, dentro de ciertas limitaciones, se pueden utilizar acciones preferentes no acumulativas, que entran dentro del nivel 1 o «TIER 1», o la deuda subordinada,

la perpetua y las preferentes acumulativas, que entran en el nivel 2. Este tipo de instrumentos, como hemos dicho, tiene un coste inferior después de impuestos a las acciones ordinarias, por lo que no utilizarlos eficientemente, supone un lujo que pocas entidades se pueden permitir. Cualquier comparación de la banca española con la internacional hace ver que nuestras instituciones tienen muchas posibilidades de aumentar su capitalización por esta vía, y que en ocasiones podría estar justificada una reestructuración de su capital amortizando acciones ordinarias y emitiendo estos instrumentos. Desde otro punto de vista, los bancos españoles pueden aumentar fuertemente su volumen actual de activos simplemente potenciando las posibilidades de apalancar sus recursos propios con este tipo de títulos.

No beneficiarse del menor coste que proporcionan estos instrumentos puede ocasionar, además, que el aplicar algunos de los conceptos a que hemos aludido para valoración de actividades o de diferenciales mínimos en determinados productos lleve a un banco a abandonar campos y, en definitiva, a sacrificar crecimiento y cuota de mercado. Es decir, que dos bancos con distintas estructuras en la composición de sus recursos permanentes pueden tener diferentes requisitos en los *spread* que deben aplicar sobre los distintos productos para obtener una misma rentabilidad de su capital, con lo que la institución que tenga la composición menos eficiente en términos de coste estará perdiendo oportunidades y, por tanto, posición competitiva.

En definitiva, al gestionar un banco con criterio de creación de valor ayudamos también a dar respuesta a dos preguntas. En cuanto a los activos, ¿es más eficiente tenerlos en balance o generarlos y venderlos (titulización)? En cuanto a los recursos permanentes, ¿qué proporción entre accionistas y acreedores subordinados a largo plazo debemos tener?

Asimismo, una adecuada gestión de valor incrementa la rentabilidad sobre recursos propios del banco, mejorando el *rating* o calificación de solvencia de la entidad y disminuyendo, por tanto, los costes de financiación en los mercados de capitales, dado que un banco con *rating* AAA puede captar fondos en condiciones más ventajosas que uno que sea A, lo cual ayuda a incrementar la rentabilidad entrando en el círculo virtuoso que definíamos anteriormente. A título indicativo, un banco AAA puede emitir títulos de renta fija a largo plazo con un ahorro anual de unos 100 puntos básicos sobre uno AA.

La política de dividendos es, asimismo, un componente fundamental de la gestión de recursos propios, dado el carácter informativo de aquéllos —una subida de dividendos transmite al mercado un sentimiento de confianza— y la importancia de retener fondos para poder seguir creciendo. Una fuerte tasa de generación interna de capital, vía reten-

ción de beneficios, es un buen indicativo de «creación de valor», y en este sentido la experiencia comparada de los bancos españoles es buena (cuadro número 2).

Sin embargo, no debemos caer en el error de intentar definir la estrategia de una institución solamente con criterios de creación de valor para los accionistas. La creación de valor apoya una estrategia, ayuda a definirla, y es la medida final de su éxito, pero no sirve para dirigirla. Teniendo en cuenta sólo este aspecto se podría cometer el error de despreciar opciones de futuro y no invertir adecuadamente en negocios de desarrollo.

La estrategia se formula eligiendo dónde competir y la forma de crear ventajas competitivas defendibles en los sectores en que se decide hacerlo. La creación de valor sirve para refinar, no para decidir, y se obtiene cuando la rentabilidad sobre recursos propios supera de forma sostenida al coste de capital, lo que equivale a actuar en dos sentidos: incrementar la rentabilidad sobre fondos propios y reducir el coste de capital mediante actuaciones sobre los recursos permanentes.

OBJETIVOS DE LA GESTION DE RECURSOS PROPIOS

La gestión de los recursos propios de una institución financiera tiene, por tanto, los objetivos siguientes:

1) *Asegurar la suficiencia de recursos propios para posibilitar el crecimiento.* Una buena gestión de recursos propios planifica con tiempo la emisión de capital y otros instrumentos en el momento oportuno del mercado. Asimismo, y eso es más normal en otros países, reduce capital cuando lo considera conveniente.

Está claro que nadie mejor que la propia empresa está en condiciones de saber cuándo puede ser más barato ampliar capital, porque la Bolsa está a niveles históricamente elevados —unos PER muy altos—, y en cambio cuándo puede ser más conveniente reducirlo. Los buenos gestores no amplían

CUADRO NUM. 2
CRECIMIENTO DE LOS ACTIVOS Y GENERACION INTERNA DE CAPITAL 1980-1989

	Activos (Porcentaje)	Capital (Porcentaje)
Japón	18,5	9,0
Alemania	10,3	4,6
Estados Unidos	5,0	2,9
Reino Unido	8,9	2,7
Francia	13,6	9,9
España	11,4	11,4

Nota: Tasa media acumulativa anual.

solamente cuando lo necesitan, sino que saben hacerlo en las coyunturas oportunas de mercado.

J. McCoy, Presidente del Banc One, afirma al respecto que «el mejor momento para levantar capital es cuando no se necesita». En este sentido, Banc One incrementó sus recursos propios fuertemente en 1990, a pesar de tener una alta capitalización.

2) *Gestionar la estructura más conveniente de los recursos propios.* Como dijimos anteriormente, existen distintos instrumentos que computan como recursos propios además de las acciones ordinarias, por lo que se debe gestionar en cada momento la estructura más eficiente en términos de coste, intentando actuar al mismo tiempo en diversos mercados para diversificar las fuentes de recursos. En definitiva, se trata de lograr una estructura de capital coste-eficiente, diversificada y equilibrada.

Se debe seguir, por tanto, la evolución de los diversos mercados de capitales para captar recursos en las mejores condiciones. Una institución grande, además, estará realizando emisiones y colocando instrumentos en distintos países, por lo que debe asegurarse de que cumple los requisitos regulatorios exigidos por cada uno.

Dentro de esta misión, se incluye una participación activa en la fijación de la *política de dividendos* de la entidad, dado que la retención de beneficios es una forma clave de gestionar los recursos propios.

3) *Definir el coste de capital que permite determinar la rentabilidad comparada de las diversas actividades del banco.* Dado que se debe analizar la contribución de cada actividad a la creación de valor de la entidad, se debe fijar el coste de los recursos propios de cada una de ellas, dado que generalmente difieren en cuanto al nivel de riesgo.

4) *Coordinar los canales de distribución de acciones y las relaciones con los inversores.* Una buena gestión de los recursos propios implica una filosofía activa de relaciones con los accionistas que incluye las tareas siguientes:

- Definir la estructura accionarial más idónea con sus características básicas y la conveniencia de tener como accionistas a colectivos concretos.

Las instituciones de vanguardia saben qué tipo de accionistas quieren captar, y dirigen sus esfuerzos de comunicación y su política de dividendos de acuerdo con ella. No cabe duda de que compatibilizar una base accionarial amplia de accionistas con unos paquetes fuertes que ayuden a definir el control es una situación accionarial muy conveniente. Esos accionistas fuertes ayudan además a dar un enfoque de «dueño» a la empresa, muy apropiado para poder concentrarse adecuadamente en el largo plazo.

- Mantener buenas relaciones con los accionistas, los canales de venta y los prescriptores de valores

(analistas financieros, agencias de *rating*, prensa, etcétera).

Para ello, es fundamental conocer la base de accionistas y sus aspiraciones, sabiendo que crecientemente se trata de inversores profesionales e instituciones, cada vez más de procedencia global.

Considerados a escala global, se puede decir que los activos en acciones de los inversores institucionales se reparten por terceras partes iguales entre Europa, Estados Unidos y Japón; por tanto, un gran banco debe aspirar a tener inversores de cualquiera de estas partes, incluso aunque sus acciones sólo coticen en el mercado doméstico. En el caso de la Bolsa de Madrid, cerca del 30 por 100 de la contratación diaria es por cuenta de inversores institucionales no-residentes y, de acuerdo con la experiencia de otros mercados, debe crecer todavía significativamente.

Estos accionistas institucionales toman sus decisiones de inversión con base en análisis objetivos realizados por:

- intermediarios (compañías de valores, bancos, etcétera);
- agencias de calificación, empresas independientes de análisis;
- departamentos internos propios, para los inversores más importantes.

Se deben mantener, por tanto, relaciones fluidas con todos estos prescriptores para comunicarse de forma eficiente con los accionistas. En especial es importante coordinar todo el proceso de *rating*, dada la influencia directa que tiene en las posibilidades y coste de los distintos recursos.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

Tener una buena gestión de los recursos propios se ha convertido en un elemento clave de diferenciación en la actividad bancaria, dado que son unos recursos caros y escasos, y que los requisitos regulatorios de las entidades bancarias tienden a ser cada vez mayores.

El objetivo final de esta gestión es optimizar financieramente el balance para maximizar la creación de valor para los accionistas a largo plazo de forma sostenida. Para ello, es necesario que la rentabilidad sobre recursos propios obtenida sea superior a la tasa de retorno exigida por los inversores para una inversión de ese nivel de riesgo, que se define como el coste de capital.

Por tanto las instituciones financieras, una vez que tienen una estrategia definida, lo cual equivale a haber elegido en qué campos competir y en hacerlo de forma eficiente, mediante el mantenimiento

de ventajas competitivas defendibles a largo plazo, tienen que concentrarse en entrar en el *círculo virtuoso* siguiente: Alta rentabilidad sobre recursos propios, mayor *premium* de la cotización sobre valor contable, mayor PER, menor coste de capital, mayor capacidad de crecimiento, incremento de cuota de mercado, mayor rentabilidad sobre recursos propios.

Todo banco, además, gestiona una cartera de negocios de características parcialmente distintas, en la que no todos ellos «crean valor». La labor de la Dirección consiste en reestructurar actividades, dentro de esa estrategia previamente definida, para optimizar la rentabilidad sobre recursos propios, eliminando en principio aquellas actividades que destruyen valor.

La «creación de valor» también exige gestionar adecuadamente la estructura de los recursos permanentes para reducir el coste de capital. El tener un exceso de capital, o el no utilizar apropiadamente los instrumentos «híbridos» que computan como recursos propios, será un lujo que pocas instituciones se podrán permitir. Asimismo, existe una tendencia general a aprovechar al máximo las ventajas que proporciona la titulización y la venta de activos para poder seguir dando servicio a la clientela, sin consumir balance en aquellas actividades o productos que, por razones de mercado, no permiten remunerar adecuadamente los recursos propios consumidos.

Para conseguir todo lo anterior, es primordial llevar a cabo con eficacia, y de forma planificada, las relaciones con los accionistas, coordinando los canales de distribución de acciones y la información que se les proporciona. Esta labor, para una institución grande, debe plantearse con una filosofía global, dado que, cada vez más, los inversores y los mercados de emisión pueden proceder de cualquier parte del mundo. Dentro de esta misión se encuentra, asimismo, la coordinación del proceso de *rating*.

Todas las funciones anteriores, unidas a la gestión de activos y pasivos, y de recursos en general, constituyen la gestión financiera integrada de un banco, que se podría equiparar a la dirección financiera de una empresa industrial o comercial. Si en toda empresa se trata de una función importante, lo es, sin duda, todavía más en un banco, dados los pequeños diferenciales o márgenes con que opera el negocio bancario y su alto apalancamiento financiero, y además está creciendo en importancia a medida que estos diferenciales disminuyen.

NOTAS

(1) RAPPAPORT, A. (1986), *Creating shareholder value*, Free Press, páginas 50-77 y 105-119.

(2) RAPPAPORT (1986), *op. cit.*; BARALLAT, L. (1992), *La banca española en el año 2000*, ediciones Ciencias Sociales, Madrid, páginas 59-74.

(3) COPELAND, KOLLER, MURRIN (1990), *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, Wiley, págs. 97-103 y 375-397.

APENDICE

La *creación de valor para el accionista* se consigue cuando el valor de mercado (*PM*) de la empresa es superior, en términos reales, a la inversión acumulada que en ella han hecho los accionistas, incluida la reinversión de beneficios, y que no es otra que los fondos propios de la sociedad (*FP*). Para una empresa cotizada en Bolsa, ello quiere decir que la cotización (*P*) debe superar al valor contable regularizado por acción (*VC*).

Por tanto, para crear valor, la *ratio PM/FP*, o hecha por acción *P/VC*, debe ser superior a uno.

Como demostraremos a continuación, para que una empresa tenga un valor económico en el mercado superior a su valor contable es necesario que su *rentabilidad sobre recursos propios* sea superior a la tasa de retorno exigida por los accionistas para una inversión de ese nivel de riesgo, y que es lo que se define como el *coste de capital*.

El razonamiento es el siguiente:

El precio de un activo de renta variable (*P*) debe ser igual al valor actual de todos los dividendos (*D*) que vaya a percibir el accionista en el futuro descontados al mencionado coste de capital (*Ke*), que, por definición, es el coste de oportunidad para el inversor-accionista en activos financieros del mismo nivel de riesgo.

Como simplificación se sabe que —fórmula Gordon-Shapiro— si se espera que los dividendos crezcan a una tasa constante anual (*g*), y siempre que ésta sea inferior al coste de capital, el flujo de caja descontado de los dividendos da la siguiente relación entre éstos y la cotización:

$$P = \frac{D}{(Ke - g)}$$

Si la empresa tiene como política una tasa de reparto de dividendos (*y*) respecto a los beneficios (*E*) constante, por ejemplo el 30 por 100, '*D*' será igual a '*E*' multiplicado por la tasa *y*

entonces:

$$\frac{P}{E} = \frac{y}{(Ke - g)}$$

Donde a la *ratio* $\frac{P}{E}$ la llamamos *PER* (*price earnings ratio*).

El *PER* depende, por tanto, de la tasa de reparto de dividendos, su ritmo de crecimiento y el coste de capital. Como el *PER* se puede observar del mercado, de ahí podremos obtener una estimación del coste de capital

$$K_e = g + \frac{y}{PER}$$

La tasa de crecimiento de los beneficios y de los dividendos (*g*), a igualdad de las demás circunstancias, está relacionada con la rentabilidad sobre recursos propios (*ROE*) de la forma siguiente:

$$g = ROE * (1 - y)$$

Y por lo tanto

$$K_e = ROE * (1 - y) + \frac{y}{PER}$$

En consecuencia, cuanto mayor sea el *PER* de una empresa, y manteniendo iguales los demás factores, menor será el coste de capital, y por tanto tiene más fácil crear valor para los accionistas, o, lo que es lo mismo, necesita una rentabilidad menor a corto plazo para atraer capital, pudiendo permitirse el lujo de ganar cuota de mercado sacrificando la rentabilidad. De hecho, lo que mide el *PER* es la valoración que hace el mercado de los beneficios. El mercado valora el doble los beneficios del banco que tiene un *PER* de 20 que los de uno que tiene un *PER* de 10.

Hemos dicho anteriormente que una empresa crea valor económico cuando su valor de mercado es superior, en términos reales, a la inversión acumulada que han hecho

en ella los accionistas, que, suponiendo balances regularizados, no es otra que los fondos propios. Por tanto, la condición anterior podría expresarse de la forma siguiente:

$$\frac{PM}{FP} > 1 \quad \text{o, lo que es lo mismo,} \quad \frac{P}{VC} > 1$$

$$\text{Dado que } ROE = \frac{E}{VC}$$

Sustituyendo...

$$VC = \frac{E}{ROE} = \frac{D}{y * ROE}$$

$$\text{Como } P = \frac{D}{K_e - [ROE * (1 - y)]}$$

Por tanto

$$\frac{P}{VC} = \frac{y * ROE}{K_e - [ROE * (1 - y)]} > 1$$

Y ello equivale a la condición siguiente:

$$ROE * y > K_e - ROE + ROE * y$$

Ello quiere decir que para crear valor el *ROE* debe ser mayor que *Ke*.

La rentabilidad sobre fondos propios debe superar al coste de capital para crear valor. Pero, además, a mayor *ROE*, a igualdad de coste de capital, más se podrá crecer [$g = ROE * (1 - y)$], y se podrán captar más fácilmente nuevos recursos propios del mercado.