

---

# BANCA Y EMPRESA INDUSTRIAL EN ESPAÑA. 1978-2003.

## HISTORIA DE UNA LARGA RELACIÓN.

.....  
**ZULIMA FERNÁNDEZ**

*Universidad Carlos III de Madrid*

**LA CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD HA SIDO UNA CONSTANTE DE LA ESTRUCTURA DE GOBIERNO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS A LO LARGO DEL TIEMPO. LA PROPIEDAD SE HA MANTENIDO CONCENTRADA EN MANOS DE ACCIONISTAS DE**

193

referencia, sean éstos una familia, otra empresa, española o extranjera, o un banco. Incluso en las empresas cotizadas es habitual encontrar uno o varios accionistas de referencia, entre los que suele encontrarse algún banco o caja de ahorros.

Semejante estructura de gobierno es común entre las empresas de los países no anglosajones como consecuencia, entre otros factores, de un sistema legal que no defiende lo suficiente los intereses de los inversores en los mercados de capitales, lo que ha hecho que éstos se desarrollaran menos que en los países

anglosajones, regidos por la *common law*, más flexible y capaz de proteger los derechos de accionistas minoritarios y bonistas (La Porta *et al.*, 1999). Esta situación, por cierto, ha hecho que en países como el nuestro el verdadero problema de agencia vinculado con el gobierno de la empresa no sea tanto el que se produce entre accionistas y directivos sino entre accionistas de control y minoritarios.

Entre los accionistas de referencia destacan los bancos, que mantienen una larga tradición de participación accionarial en

la industria, a la que se sumaron, con más fuerza si cabe, las cajas de ahorros en los noventa. Igualmente, es de destacar la presencia de grupos vinculados a cooperativas de crédito, como Mondragón. Todo ello ha hecho que se incluya a España en el bloque de países donde predomina el sistema basado en la banca (como alternativa al mercado de capitales), al igual que Japón o Alemania; sin embargo, si bien es cierto que hasta no hace tanto la Bolsa española era estrecha y con pocos valores cotizados, en los últimos años ha experimentado un fuerte proceso de crecimiento.

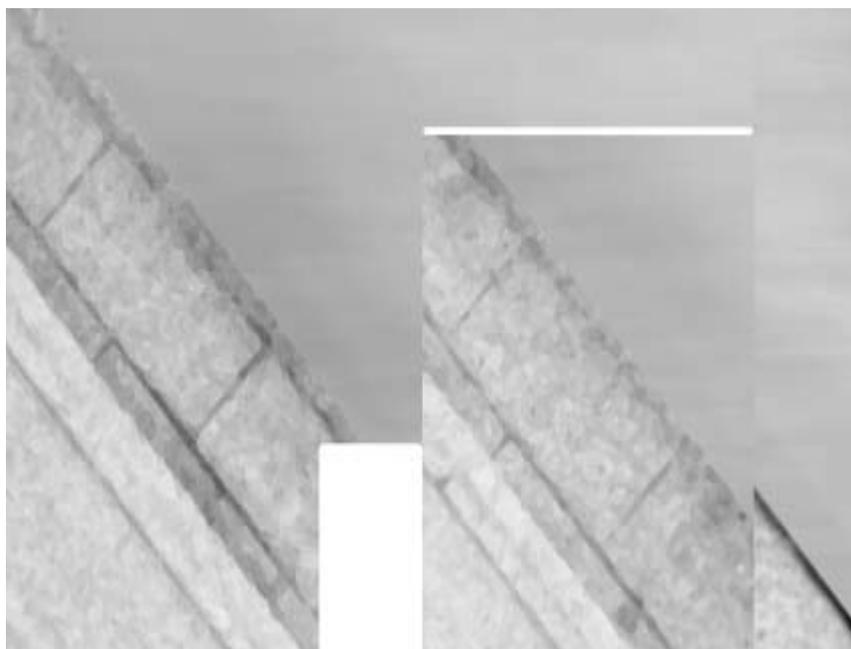


En efecto, si no existe la posibilidad de explotar sinergias significativas entre las empresas, no se crea valor, sino que se destruye. Es decir, se crea más valor cuando, como al final ocurrió con la Corporación, las empresas cotizan de forma independiente en Bolsa (3), al igual que ha ocurrido con los conglomerados norteamericanos que han ido desmontándose paulatinamente (4) (Berger y Ofek, 1996).

El peso de la cartera industrial sobre el total de activos de los bancos ha sufrido una serie de vicisitudes en el último cuarto de siglo. La tradicional vinculación entre la banca y las empresas no financieras se vio amenazada por la crisis industrial del período 1975-1985, que tuvo una fuerte repercusión en unos bancos con elevadas inmovilizaciones industriales. La carga que suponían los compromisos de tenencia y financiación de la cartera accionarial, el aumento en términos reales de la rentabilidad de la inversión crediticia y la crisis bursátil, con la subsiguiente caída en la valoración de la cartera industrial frente a la inversión crediticia, redujeron el peso de la cartera sobre los balances bancarios entre 1976 y 1987 (Torrero, 1991; Blanch, 1991).

Como consecuencia de todo ello los bancos comenzaron a deshacerse de sus participaciones, sin que, al menos inicialmente, las substituyeran por nuevas inversiones industriales. El contagio de la crisis industrial al sector bancario, como consecuencia de la concentración de riesgos de este último, puso en entredicho una política tradicional de la banca española que ahora encontraba mucho más atractivo el negocio bancario convencional. Aunque en este último también se produjeron cambios, orientados a substituir la financiación a largo plazo por deuda a corto, con el objeto de reducir al mínimo los compromisos.

Esa tendencia se rompió en 1988, y en los noventa, la potenciación de la política privatizadora y la caída de la rentabilidad del negocio bancario hacen que la banca, ahora junto con las cajas de ahorros, vuelva a convertirse en accionista de control de muchas empresas industriales. En esta época, además, se crean las corporaciones o *holdings* como forma de articular la gestión de la cartera de participaciones in-



dustriales estables. El caso de Banesto antes mencionado es el más conocido. IBV del actual BBVA o la Corporación Financiera de Caja Madrid constituyen dos ejemplos representativos de esta forma de organización que aún se mantienen.

En efecto, la fuerte competencia que comenzó a experimentar la banca como consecuencia de la progresiva apertura del mercado y la integración europea se tradujo en un fuerte estrechamiento de los márgenes de intermediación, lo que movió a muchas entidades a tratar de buscar fórmulas alternativas de inversión que compensaran la caída del negocio puramente bancario.

Las medidas privatizadoras, por su parte, se encaminaron en dos direcciones, ambas aprovechadas por las entidades financieras: apertura a la competencia de los mercados regulados y venta total o parcial del capital de las empresas públicas. Así, la aparición de oportunidades de inversión aparentemente muy atractivas en los sectores de reciente desregulación, como el de las telecomunicaciones o el eléctrico, llevó a las entidades financieras a tratar de aprovecharlas mediante una toma de participación accionarial.

A su vez, los procesos de venta de empresas públicas ofrecieron nuevas oportunidades, estimuladas por la política de

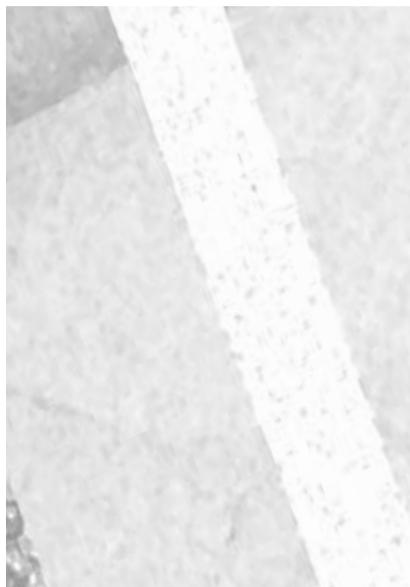
las Administraciones Públicas, que, buscando dar legitimidad a las operaciones de privatización, potenciaron la creación de núcleos duros de accionistas, donde tanto los bancos como las cajas, recién llegadas al negocio, desempeñaban un papel esencial. Con los núcleos duros se pretendía mantener las empresas vendidas bajo el control de propietarios españoles, lo que produciría un hipotético efecto sede (Cuervo, 2000), que impediría operaciones de desmantelamiento y de descapitalización de las empresas; propietarios, por lo demás, que mantendrían un compromiso estable con la entidad para garantizar la continuidad del proyecto empresarial. Las entidades bancarias respondían perfectamente a este perfil, al que añadían la posibilidad de que el Gobierno mantuviera un cierto control «informal», de nuevo con la excusa de garantizar los intereses nacionales (Cuervo, 2000). Bancos y cajas, en suma, aprovecharon la oportunidad para convertirse en accionistas de referencia al entrar a formar parte de los núcleos duros de las empresas privatizadas, como Iberia, Repsol, Endesa, Ence, Enausa o Telefónica.

A lo largo de estos años, los bancos han llevado a cabo dos tipos de políticas de participación estable en el capital de empresas industriales. Así, en empresas medianas y grandes no cotizadas han toma-

do participaciones de control, cuando no la totalidad del capital; mientras que en las grandes empresas cotizadas se contentan con participaciones minoritarias, cuya capacidad de control se ve aumentada tanto por el uso de los sistemas de blindaje como por el acceso a las acciones depositadas por los pequeños accionistas en las entidades bancarias.

En efecto, las medidas de blindaje, al igual que los núcleos duros, han producido efectos paradójicos en el control corporativo de las empresas, ya que aunque idealmente están diseñados para defender los intereses de todos los accionistas, en realidad reducen el control del mercado de capitales sobre los directivos. Éstos, junto con los accionistas del núcleo duro, protegidos todos ellos del control del mercado, pueden servirse de la empresa para obtener beneficios privados a costa del resto de accionistas. Esto es, una medida supuestamente introducida para velar por la eficiencia del sistema acaba por generar los efectos contrarios a los esperados.

En particular destaca el papel de los núcleos duros, ya que gracias a ellos es posible mantener el control de la compañía sin necesidad de realizar una fuerte inmovilización financiera por parte del banco, con la consiguiente concentración de riesgos, y al mismo tiempo garantizar la liquidez del título. Nótese, además, que —nueva paradoja— permiten mantener el control, pero reducen los incentivos para ejercitarlo de forma activa, ya que la liquidez del título posibilita que esos accionistas de control se deshagan de la posición con facilidad y comercien con información privada. En efecto, Gorton y Schmid (2000) detectan una relación positiva entre participación bancaria en el capital y resultados de las empresas alemanas, que atribuyen a los incentivos que tienen los bancos para controlar la actuación de las empresas, en cuyo capital participan, como resultado de los problemas que les plantearía abandonar su participación, dada la iliquidez del mercado de capitales alemán. Así, nos encontramos con que la conjunción entre núcleo duro y banco no necesariamente conduce a esa labor de tutela efectiva que se esperaba alcanzar. Ya es discutible, como comentaremos más adelante, que los bancos sean los accionistas de control ide-



ales; si además se reducen los incentivos para que lo sean, la duda está servida.

En estos años se produce otro hito en la historia de las relaciones entre entidades bancarias y empresas no financieras en España: la entrada con fuerza de las cajas de ahorros en el negocio. Estas entidades, muy reguladas históricamente, tanto en cuanto a los productos y servicios que podían ofrecer como en el capítulo de inversiones y del territorio en donde podían trabajar, acaban por equipararse completamente a los bancos, en un momento en que, como se mencionó más arriba, se produce una caída de márgenes y se están creando los núcleos duros alrededor de las empresas privatizadas. Estos cambios, unidos a las presiones públicas que experimentan para convertirse en accionistas de referencia en empresas de la comunidad autónoma en la que desarrollan su actividad, las lleva a participar activamente en el capital de empresas industriales y de servicios; hasta el punto de constituir verdaderos grupos financieros alrededor de muchas de ellas, que han ido consolidándose a medida que se producían los procesos de fusión de los últimos años (5).

En resumen, aunque tarde, las cajas de ahorros emprendieron una política activa de participación accionarial en la industria con dos tipos de medidas: a) participación en los núcleos duros de las principales empresas cotizadas del país, y b) promoción industrial, mediante la toma de parti-

cipaciones accionariales en las empresas pequeñas y medianas que configuran el tejido industrial de su ámbito regional de influencia. Esta última es típica, no sólo de las cajas pequeñas, sino de las de tamaño medio y grande, con una fuerte presencia regional, como Caixa, Caixa Galicia, Caja Madrid, Caja Astur, CAM, Bancaja y BBK.

Por último, es de destacar una peculiaridad del entramado español de relaciones banca-industria: la existencia de grupos industriales vinculados a cooperativas de crédito. El más conocido es, sin duda, Mondragón, constituido alrededor de la Caja Laboral Popular, en el que se engloban grupos tan relevantes como Fagor y Eroski. No se trata, con todo, del único caso; así, por ejemplo, también destaca el GECV (Grup Empresarial Cooperatiu Valencià), que engloba negocios de distribución minorista, vivienda y formación, entre otros, junto con un banco cooperativo, Caixa Popular.

En resumen, en la actualidad los tres tipos de entidades bancarias españolas mantienen una participación destacada en las actividades industriales y de servicio, si bien su evolución parece seguir rumbos diferentes en cada caso.

Así, bancos y cajas han desarrollado políticas claramente diferenciadas y con distintas trayectorias. La evolución de los bancos no ha seguido una trayectoria clara, ni mucho menos lineal; en todo caso, parecen haber mantenido una intervención más selectiva y dinámica; que en estos momentos se traduce en una cierta reducción de su cartera industrial. Las cajas, por su parte, mantienen una política de incremento continuado de su cartera industrial. De hecho, los bancos parecen haber preferido potenciar sus negocios puramente bancarios, siguiendo una política de expansión, nacional e internacional (preferentemente en América Latina), con la consolidación de sus respectivos grupos financieros; mientras que las cajas, además de comprar bancos, han optado por configurar a su alrededor grupos industriales. Así, la mayoría de ellas, con independencia de su tamaño, poseen una cartera de participaciones industriales estables, mientras que en el caso de los bancos esta política es más habitual entre los de mayor tamaño (Sáez y Martín, 2000).



buenas expectativas de crecimiento y beneficios, y los bancos se encargaron de suplir esa carencia: les llegaban solicitudes de crédito para financiar proyectos con buenas expectativas y ellos decidían no sólo conceder los créditos solicitados sino participar en el capital de la empresa (6). Adicionalmente, el banco también se responsabilizaba de la buena marcha de la gestión, nombrando a los directivos de la empresa y supervisando su actuación desde el consejo de administración.

Ese papel del banco como accionista de control se traduce en una serie de acciones que pueden contrastarse empíricamente. Así, la existencia de un mercado de capitales interno se detecta cuando la inversión de las empresas participadas es menos sensible a los recursos generados por ellas mismas, lo que, por cierto, no necesariamente se traduce en una reasignación eficiente, puesto que podría darse el caso contrario, que los malos proyectos se financiaran a costa de los buenos (7). Pues bien, para el caso español, Saa Requejo (1996), con datos de una muestra de empresas de la Central de Balances para el período 1984-1988, sugiere que las empresas pertenecientes a grupos bancarios españoles experimentan los mismos problemas de asimetría de información que las demás, ya que su banco de referencia no mitiga sus problemas de liquidez.

Igualmente, la labor como accionista de control de la entidad bancaria puede detectarse por su forma de reaccionar ante las crisis de las empresas participadas. Esta línea de trabajo es explorada por Padilla y Requejo (2000), quienes no detectan que haya relación entre participación accionarial bancaria y la forma (venta de activos, reducciones de plantilla, concesiones de los empleados) en la que las empresas responden a sus problemas de viabilidad financiera (8). Zoido (1998), por su parte, encuentra que las empresas participadas por bancos invierten menos que las no participadas tras experimentar problemas de viabilidad, y, además, encuentran dificultades para llegar a acuerdos con los acreedores, lo que indica que los bancos no tratan de proporcionar a sus empresas ningún trato de favor.



A las dudas que suscita la evidencia empírica disponible, bien es cierto que escasa y fragmentaria, se añaden las que se plantean cuando la economía se desarrolla y abre al exterior. Ahora parece que pierde sentido el mantenimiento de grupos industriales controlados por un banco que no sólo aporta recursos financieros sino que se involucra en la dirección de las empresas participadas.

Quiere esto decir que esa relación histórica mantenida entre bancos y empresas industriales en España debe ser cuestionada desde el momento en que nos encontramos en un país con una economía abierta y moderna, donde la información fluye en todas direcciones. Ya no parece sostenible la creencia de que el banco tenga medios cualitativamente mejores para evaluar la calidad, tanto de las inversiones propuestas como de la dirección encargada de gestionarlas.

De hecho, una buena parte de la crisis del Japón, país donde son proverbiales las relaciones estrechas entre banca e industria, debe achacarse a unas entidades bancarias que, en lugar de desempeñar esa labor de evaluación de proyectos y supervisión de la dirección —que se presumía que aportaba valor a las empresas del grupo—, se vieron cada vez más involucradas en unas empresas con serios problemas financieros, en las que iban

concentrando más y más riesgo, con los resultados de todos conocidos sobre la crisis del sistema financiero.

Por lo demás, en una economía desarrollada como la nuestra existen instrumentos financieros especializados en la promoción de proyectos arriesgados, como son las sociedades de capital riesgo, lo que permite que bancos y cajas se dediquen a su actividad fundamental de carácter bancario. La promoción industrial debe llevarse a cabo mediante entidades especializadas y no con la ayuda de generalistas que poco valor podrán aportar a las empresas participadas. Antes al contrario, en las cajas de ahorros puede producirse el fenómeno opuesto, ya que, con la excusa de la promoción industrial de un territorio pueden ofrecerse coartadas para buscadores de rentas capaces de justificar y vender políticamente un proyecto que el mercado no apoyaría por su falta de atractivo.

A ello se añaden los incentivos perversos que establece el sistema de blindajes y núcleos duros, ya que todo ello contribuye a favorecer la búsqueda de beneficios privados a costa del resto de accionistas minoritarios, cuyos intereses deberían defender.

¿Qué ha pasado en España? De nuevo la información disponible es limitada, aunque ya pueden encontrarse algunos trabajos que arrojan luz sobre el problema.

Bergés y Sánchez del Villar (1991) no detectan relación entre participación bancaria y valor bursátil en una muestra de empresas cotizadas en 1990. Cuervo Cazorra (1999) encuentra una relación negativa entre presencia de bancos en el capital y los resultados de la empresa medidos a través de la rentabilidad económica y financiera para una muestra de empresas cotizadas entre 1991 y 1995. Zoido (1998), por su parte, con un panel de empresas no financieras de la Central de Balances entre 1983 y 1995, concluye que existe una relación positiva entre participación bancaria y creación de valor, tanto para los accionistas como para los acreedores de la empresa participada, cuando ésta cotiza en Bolsa y no está muy endeudada (cuando aumenta mucho el endeudamiento, el banco adopta

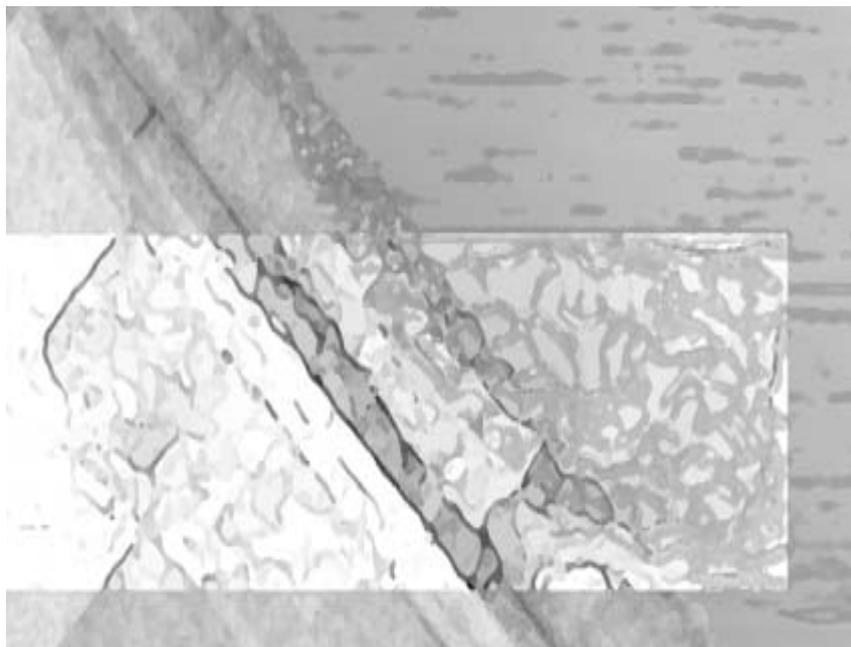
una posición más conservadora como acreedor, que puede perjudicar al resto de accionistas).

Los resultados de Zoido (1998) son menos concluyentes cuando emplea datos contables para calcular la rentabilidad tanto económica como financiera, ya que no encuentra relación entre ellas y la participación bancaria. La autora atribuye la diferencia de resultados al hecho de que la Bolsa aprecia la orientación a largo plazo que el banco induce en la empresa y que las medidas contables anuales no pueden captar; pero no deja de ser curioso que el banco no sea capaz de dejar su impronta en las empresas no cotizadas, ya que, al estar fuera del control del mercado de capitales, podría aportar más valor como accionista activo.

La participación accionarial de las entidades bancarias en empresas no financieras puede llevarlas a una contaminación de su negocio propio, sometido ahora al vaivén de la coyuntura económica. Ello no obsta para que tengan intereses particulares que les lleven a ello, aun a costa de la empresa participada y de los accionistas minoritarios. Diferentes tipos de propietarios, aun ostentando la mayoría de la propiedad, pueden tener diferentes objetivos y, en consecuencia, también estrategias que imponen a las empresas participadas por ellos (Thomsen y Pedersen, 2000, Gedajlovic y Shapiro, 2002).

En el caso de la banca, su relación como accionista con las empresas no financieras produce un conflicto de intereses que surge precisamente de su doble condición de accionista y prestamista. Igualmente existe una relación de agencia, probablemente más extendida y de resultados más nocivos en los países convencionalmente vinculados al sistema basado en la banca (como alternativa al mercado de capitales): la que existe entre accionistas de control y minoritarios.

Así pues, es posible que el banco tome una participación accionarial en una empresa con el objeto de proteger sus inversiones crediticias en ella y evitar el problema de sustitución de activos (Jensen y Mecking, 1976), que se produce cuando se destinan los créditos a financiar operaciones muy arriesgadas que, de salir bien, fa-



vorecerán a los accionistas y en caso contrario llevarán a que el banco pierda los fondos prestados. En realidad, para proteger sus créditos el banco también podría exigir que los prestatarios respetaran unos *ratios* de solvencia y endeudamiento determinados, pero la posibilidad que tiene de que realmente se cumplan es baja. Sólo tendrá capacidad para intervenir cuando se produzca la insolvencia. Por ello puede resultarle más conveniente asumir directamente el control residual mediante la toma de una participación accionarial.

Esto puede ir en perjuicio de los accionistas minoritarios, ya que evitará que la empresa participada aborde inversiones de alto riesgo (y alta rentabilidad prevista), con objeto de proteger sus créditos a costa de los beneficios que podría obtener como accionista, al igual que los demás. Así cabría interpretar, por ejemplo, los resultados que se han detectado en Japón (Nakatani, 1984; Weinstein y Yafeh, 1998), donde las empresas de los *keiretsu*, cada uno de ellos vinculado a un banco principal, crecen menos que las independientes, posible evidencia de la política conservadora que lleva a cabo el banco.

A su vez, la relación de agencia entre accionistas de control y minoritarios puede provocar que el banco genere un negocio cautivo que se traduce en una desviación de rentas en su beneficio, mediante, por

ejemplo, la imposición de condiciones crediticias fuera del mercado, tipos de interés más altos, etc.; es lo que se conoce como operaciones de *tunneling*, es decir, desviación subterránea de rentas hacia otras empresas en las que el accionista de control (en este caso el banco) tiene mayores derechos sobre los flujos de caja generados. De nuevo parece que la legislación basada en el derecho civil favorece este tipo de conductas; ya que resulta muy difícil de demostrar que se trata de acciones interesadas y no apropiadas para la gestión de la empresa, así como el perjuicio que este tipo de conductas produce sobre los beneficios de los accionistas minoritarios (Johnson *et al.*, 2000).

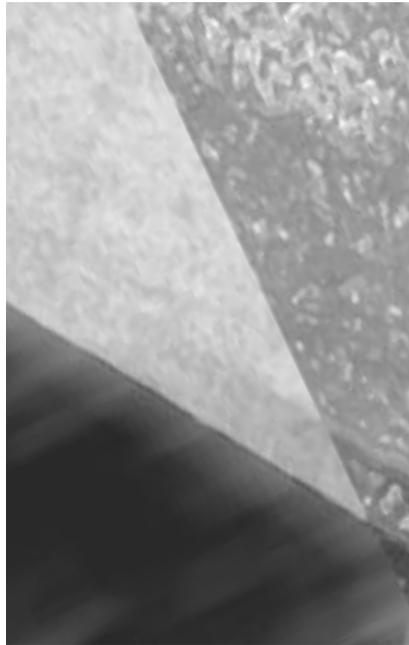
Pues bien, Sáez y Martín (2000) tratan de comparar el binomio rentabilidad-riesgo de las inversiones crediticias con el de las inversiones en valores (tanto temporales, cartera de renta variable, como permanentes o cartera de participaciones estables), para llegar a la conclusión de que de tal comparación no puede explicarse el peso de las participaciones industriales de las entidades bancarias españolas hasta 1998: tanto en bancos como en cajas los créditos son los que proporcionan la mayor rentabilidad, seguidos por las inversiones temporales en renta variable y las participaciones estables, mientras que los niveles de riesgo que provoca cada uno de esos tipos de inversiones son inversos a los de rentabilidad.

Ahora bien, si la participación industrial tuviera otros objetivos, como la generación de negocio cautivo para la institución, podría finalmente traducirse en mejores resultados en conjunto para el banco, pese a que una comparación individual con el resto de inversiones no pareciera justificarla, tal y como se desprende de los resultados anteriores.

En esta línea disponemos de algunos estudios tentativos que investigan si realmente los bancos españoles generan negocio cautivo. Así, Cuervo Cazurra (1999) señala que el mayor endeudamiento que él detecta en una muestra de empresas cotizadas participadas por un banco es un indicio del negocio cautivo que se genera; mientras que Zoido (1998) encuentra que la participación bancaria reduce el coste de la deuda, lo que atribuye tanto a la mayor información de que disponen sobre el proyecto, como a las garantías que le proporciona su capacidad para supervisar e impedir el riesgo de impago (9). Por último, Nieto y Serna (2001) estudian un panel de bancos españoles entre 1992 y 2000 para concluir que existe una relación positiva entre rentabilidad del banco e inversión en empresas no financieras pertenecientes al grupo del banco (cosa que no ocurre con el resto de inversiones tanto en empresas industriales como financieras).

Es decir, de todas las opciones a disposición de un banco para constituir una cartera de títulos (toma de participaciones accionariales en empresas del grupo, así como en no pertenecientes a él, distinguiendo en ambos casos entre empresas financieras y no financieras) sólo tienen una influencia positiva sobre su rentabilidad las inversiones estables en empresas no financieras. Con todo, el trabajo no incluye ninguna medida de riesgo, lo que obliga a matizar los resultados obtenidos.

En resumen, la información empírica disponible no permite garantizar que la sempiterna relación accionarial entre banca y empresas no financieras haya tenido efectos beneficiosos para estas últimas; antes al contrario, la complejidad de las relaciones de propiedad dificulta la identificación de los vínculos que existen en realidad entre unos y otras y diluye las responsabilidades. Todo ello, previsiblemente, se ha traducido



en una confusión entre los objetivos de los accionistas de las entidades bancarias y de las empresas participadas, en detrimento de los minoritarios de estas últimas.

La generación de un negocio cautivo es una de las consecuencias de tal conflicto de intereses; ahora bien, tampoco está claro que, en conjunto, bancos y cajas hayan obtenido una rentabilidad adecuada de sus inversiones industriales, capaz de compensarles del riesgo que están sufriendo con ellas y de las presiones que pueden llegar a experimentar por su causa, en especial las cajas de ahorros.

●●●●●●●●●●

## CONCLUSIONES

Los bancos han ocupado —y ocupan— un papel central entre los accionistas de referencia de las empresas españolas, si bien su peso no es tan elevado como el que tienen en otros países que convencionalmente se incluyen dentro del sistema basado en la banca (como alternativa al mercado de capitales), entre los que destacan Japón y Alemania.

De hecho, la crisis de los años setenta llevó a muchas entidades a revisar y reducir su cartera de participaciones industriales estables, al tiempo que se centraban en el negocio puramente bancario de concesión de créditos con plazos cada vez me-

nores. Con posterioridad, los bancos retomaron una política de participación activa en el accionariado de las empresas no financieras, con el objetivo de paliar la caída del negocio puramente bancario, consecuencia de la reducción de márgenes. Las privatizaciones y la introducción de los núcleos duros que las acompañaron estimularon, al menos en las empresas cotizadas, esa vuelta de la banca a la industria, política a la que se incorporaron, y con gran fuerza, las cajas de ahorros.

Bancos y cajas han seguido una evolución muy distinta. Así, la cartera de estas últimas ha aumentado de forma continua desde mediados de los ochenta; prácticamente todas las cajas tienen participaciones industriales, como consecuencia, no sólo de la caída de tipos y la privatización, sino, también, de la presión política para que intervinieran en la promoción del tejido industrial de su zona de influencia. Los bancos, por su parte, mantienen una política más dinámica de inversión industrial; son los más grandes los que invierten y además no siguen una trayectoria clara y lineal, sino que también desinvierten cuando la oportunidad lo aconseja.

No es posible extraer conclusiones inequívocas sobre los resultados netos —positivos o negativos— que esta larga relación ha producido para empresas industriales y de servicios y bancos. Es discutible que éstos puedan sustituir con éxito a unos mercados financieros desarrollados y abiertos. Bien es cierto que en los países donde la legislación no protege convenientemente los derechos de accionistas minoritarios y bonistas la propiedad concentrada es una solución; ahora bien, si es un banco el responsable de supervisar la actuación de los directivos, éste tendrá que afrontar el conflicto de intereses derivado de su doble condición; a lo que se añade, en el caso de las empresas cotizadas, el hecho de que la combinación de blindajes, núcleos duros y participaciones piramidales y cruzadas proporciona un control sobre las decisiones mayor del que se tiene sobre los derechos a los flujos de caja. Se controla con una inversión reducida, lo que reduce los incentivos para hacerlo de forma efectiva, ya que se puede abandonar la empresa con facilidad, dada la liquidez del título. En última instancia nos encontramos con que el verdadero problema de agencia es

el que se produce entre accionistas de control y minoritarios.

Por lo demás, no sólo no están claros los efectos sobre las empresas participadas, tampoco los beneficios para las entidades bancarias son inequívocos, más allá de alguna evidencia anecdótica. En resumen, aún es necesario estudiar mucho las consecuencias de esta tan larga relación, cuyo futuro debería revisarse con cuidado.

• • • • •  
**NOTAS**

(1) Estos autores señalan cómo, de las empresas que cotizaban en Bolsa en 1990, el 44,5% tenían como mayor accionista a otra empresa, el 26,1% eran familiares y el 25,1% tenían a un banco como accionista. En este último grupo sólo el 34,8% estaba participado mayoritariamente por el banco.

(2) La propiedad de muchas empresas en todo el mundo está organizada de forma piramidal (aproximadamente el 25% de las empresas de la muestra de La Porta *et al.* (1999)).

(3) La creencia de que se podrían colocar en el mercado acciones de un grupo conglomeral no fue exclusiva de los dirigentes del momento de Banesto; el INI pretendió hacer lo propio, y para ello se creó Teneo, *holding* público en el que se incluyeron las participaciones en empresas públicas del Instituto previsiblemente rentables, todas ellas provenientes de sectores muy distintos, con el objetivo último de privatizar las acciones del *holding*. De nuevo el proyecto no se concluyó y las empresas fueron vendidas por separado, lo que previsiblemente allegó más fondos a las arcas públicas de lo que se hubiera conseguido por la otra vía.

(4) Morck *et al.* (1990) demuestran que las compras diversificadas efectuadas por las empresas norteamericanas durante los años ochenta redujeron la riqueza de los accionistas. Entre otras razones, esto puede deberse a la presión de las filiales con malas perspectivas para hacerse con recursos adicionales, en una suerte de «socialismo capitalista» (Scharfstein y Stein, 1996). Este fenómeno se aprecia especialmente cuando las filiales disponen de dotaciones de recursos muy diferentes, como ocurre en los conglomerados (Rajan *et al.*, 2000).

(5) Con anterioridad, sólo tenían participaciones accionariales la Caixa de Pensiones, la Caja de Zaragoza, Aragón y La Rioja (ahora Ibercaja) y las cajas vascas (Cals, 1998)

(6) En sentido contrario, operaciones de crédito fallidas se convertían en participaciones en capital, con el objeto de tratar de recuperar la inversión más adelante.

(7) Por ejemplo, Rusia Perotti y Gelfer (2001) encuentran que la inversión de las empresas participadas por bancos es menos sensible al *cash flow* generado por ellas que el resto, indicio de que se produce una reasignación de recursos financieros. Bien es cierto que no pueden averiguar si esa reasignación es eficiente o, por el contrario, se orienta hacia la generación de beneficios privados para los bancos.

(8) Estudian una muestra de 930 empresas de la Central de Balances con problemas financieros, de las que sólo 28 estaban participadas por los bancos.

(9) Por el contrario, en Japón se ha detectado la relación inversa: las empresas participadas tienen tipos de interés superiores al resto (Weinstein y Yafeh, 1998), lo que puede ser indicio de poder de mercado o de una prima de seguro que paga la empresa frente a posibles riesgos financieros futuros.

• • • • •  
**BIBLIOGRAFÍA**

BERGER, P. y OFEK, E. (1995): «Diversification's effect of firm value», *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 39-65.

BERGER, P. y OFEK, E. (1996): «Bustup takeovers of Value-Destroying Diversified Firms», *The Journal of Finance*, vol. 51 (4), pp. 1175-1200.

BERGÉS, A. y SÁNCHEZ DEL VILLAR, E. (1991): «Las participaciones bursátiles de la banca en España», *Papeles de Economía Española*, 34, pp. 72-86.

BERGÉS, A. y SÁNCHEZ DEL VILLAR, E. (1991): «Relaciones banca-industria desde la perspectiva del mercado bursátil español», en Torrero, A. (ed.): *Relaciones banca-industria. La experiencia española*, Espasa-Calpe, pp. 175-206.

BLANCH, J. (1991): «Valoración bursátil de las empresas y participación industrial de la Banca», en Torrero, A. (ed.): *Relaciones banca-industria. La experiencia española*, Espasa-Calpe, pp. 207-232.

CALS, J. (1998): «Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas», *Papeles de Economía Española*, 74-75, pp. 89-108.

CUERVO-CAZURRA, A. (1999): «Grandes accionistas y beneficios privados: El caso de bancos como accionistas de empresas no financieras», *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, vol. 5 (1), pp. 21-44.

CUERVO, A. (2000): «El mercado de control de empresas. El "blindaje" de los directivos y del núcleo duro. Una década de transformaciones en los mercados de valores», en CNMV, Madrid, pp. 172-186.

ECHENIQUE, R. y GRIMÁ, J. D. (2001): «Rentabilizar las inversiones industriales, estrate-

gia del Santander Central Hispano», *Economía Industrial*, 341, pp. 79-82.

GARCÍA CESTONA, M. A. y CRESPI, R. (2001): «Ownership and Control of Spanish Listed Firms», en Barca, F. y Betch, M. (eds.): *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Nueva York.

GALVÉ, C. y SALAS, V. (1993): «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, 17 (2), pp. 207-238.

GEDAJLOVIC, E. R. y SHAPIRO, D. M. (2002): «Ownership Structure and Firm Profitability in Japan», *Academy of Management Journal*, 45 (29), pp. 565-575.

GORTON, G. y SCHMID, F. A. (2000): «Universal banking and the performance of German firms», *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 29-80.

JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

JOHNSON, S. R., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2000): «Tunneling», *American Economic Review Papers and Proceeding*, 90, pp. 22-27.

LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1999): «Corporate ownership around the world», *Journal of Political Economy*, 54, pp. 471-518.

LEFF, N. (1978): «Industrial Organization and Entrepreneurship in Developing Countries: The Economic Groups», *Economic Development and Cultural Change*, 26, pp. 661-675.

LINS, K. y SERVAES, H. (1999): «International evidence on the value of corporate diversification», *Journal of Finance*, 54, pp. 2215-2239.

MARTÍNEZ VILCHES, R. (2001): «Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros. La experiencia de Caja Madrid», *Economía Industrial*, 341, pp. 71-78.

MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1990): «Do Managerial Incentives Drive Bad Acquisitions», *Journal of Finance*, 45, pp. 31-48.

NAKATANI, I. (1984): «The economic role of financial corporate grouping», en Aoki, M. (ed.): *The economic analysis of the Japanese firm*, North Holland, Nueva York.

NIETO, M. J. y SERNA, G. (2001): «Las participaciones accionariales de las entidades financieras: Influencia sobre sus resultados», *Economía Industrial*, 341, pp. 35-42.

NIETO, M. J. y SERNA, G. (2002): «On the Relationship between a Bank's equity Holdings and Bank Performance», Working Paper, Business Economics Series, Universidad Carlos III de Madrid.

PADILLA, A. J. y REQUEJO, A. (2000): «Crisis y reorganización empresarial en España: El papel de los bancos», *Papeles de Economía Española*, 84-85, pp. 208-221.

- PEROTTI, E. C. y GELFER, S. (2001): «Red barons or robber barons? Governance and investment in Russian financial-industrial groups», *European Economic Review*, 45, pp. 1601-1617.
- RAJAN, R., SERVAES, H. y ZINGALES, L. (2000): «The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment», *The Journal of Finance*, 55 (1), pp. 35-80.
- SAÁ REQUEJO, J. (1996): «Financing decisions: Lessons from the Spanish experience», *Financial Management*, 2001, pp.
- SÁEZ, F. J. y MARTÍN, M. (2000): «Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998», *Papeles de Economía Española*, pp. 222-236.
- SANCHÍS, J. R., PUIG, F. y SORIANO, J. F. (1998): «Las relaciones banca-industria en España. Un estudio empírico sobre las participaciones de las entidades de crédito en el capital de las empresas no financieras», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 63-64, pp. 83-102.
- SANCHÍS, J. R. y SORIANO, J. F. (2001): «Las relaciones banca-industria en España. Participaciones bancarias en el período 1992-1997», *Economía Industrial*, 341, pp. 55-66.
- SCHARFSTEIN, S. y STEIN, C. (1996): *The dark side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment*, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.
- THOMSEN, S. y PEDERSEN, T. (2000): «Ownership structure and economic performance in the largest European companies», *Strategic Management Journal*, 21, pp. 689-705.
- TORRERO, A. (1991): «Introducción. La relación banca-industria y su proyección en España», en Torrero, A. (ed.): *Relaciones banca-industria. La experiencia española*, Espasa-Calpe, pp. 11-34.
- WEINSTEIN, D. E. y YAFEH, Y. (1998): «On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan», *Journal of Finance*, 53, pp. 635-672.
- ZOIDO, M. E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 427-467.