

# LOS GRUPOS EMPRESARIALES BANCARIOS

El proceso de industrialización en España ha tenido su principal base financiera en la banca mixta, por lo que en las relaciones entre banca e industria ha predominado el sector financiero sobre el sector real, como consecuencia bien de la posición dominante de aquélla en los sectores y empresas industriales más significativos, o bien de la dependencia de muchas empresas, con respecto a la banca, a causa de su endeudamiento. El estudio de la singular forma de ordenación de las participaciones empresariales de la banca es el objetivo del presente artículo de **Alvaro Cuervo**, que se centra especialmente en los denominados «grupos empresariales». Se analiza la justificación de las participaciones empresariales de la banca, así como las razones y sinrazones de la creación de los grupos empresariales bancarios.

## I. INTRODUCCION

**E**N los últimos años, en España, al igual que en Europa, se ha generalizado la denominación de grupo y/o corporación referido a la singular forma de ordenación del conjunto de participaciones empresariales de la banca, al mismo tiempo que se cuestionan la función y las formas de las relaciones entre banca y empresa. La discusión se centra en el presente tanto en la función de las participaciones empresariales para la banca, su aportación a ésta, como en el hecho de que la vinculación con la banca pueda aportar valor a las empresas; al mismo tiempo, se cuestiona la forma más común de ordenar dichas participaciones: los *holdings* y/o las corporaciones.

No podemos olvidar que en España el proceso de industrialización ha tenido una base financiera en la banca mixta. Como consecuencia, en las relaciones de la banca con la industria ha

predominado tradicionalmente el sector financiero sobre el sector real; y ello como resultado de dos factores: por un lado, la posición dominante de la banca en los sectores y empresas más significativos del sistema industrial, bien directamente y/o con participaciones en cascada, o con el empleo de las acciones depositadas por los clientes en el banco y su tradicional delegación de voto (1), como instrumento indirecto de control de un grupo de sociedades sin desembolsos significativos, o bien a través de la dependencia bancaria de muchas empresas, dado su alto endeudamiento en el pasado.

Las relaciones banca-industria han sido, pues, muy estrechas, salvo en el período 1977-1985, años de la crisis bancaria, en los que se producen rupturas de dicha relación a raíz de las cuales algunos bancos plantean estrategias de banca comercial pura, procediendo a la venta de parte de sus participaciones industriales.

La recuperación de la economía en 1985 estimula un cambio de estrategia en algunos bancos, que de nuevo empiezan a participar en el proceso de inversión y a aumentar su vinculación con la industria. Aparece en los últimos años la discusión sobre las relaciones entre banca e industria y sobre los grupos y corporaciones bancarias, así como sobre su función como parte de la estrategia de la banca y como posible instrumento de la política industrial española.

Las relaciones entre la banca y la industria, o mejor entre la banca y la empresa, en el tema de las participaciones industriales, se pueden plantear, de forma resumida, conforme a tres modelos:

1. Relaciones de pura intermediación e información financieras, sin participaciones en el capital riesgo del sector industrial, salvo como inversiones bur-sátiles a corto plazo, sin ningún deseo de influir en las decisiones de la empresa: banca comercial en sentido estricto.

2. Política de inversiones financieras beligerantes, con participaciones en el capital sin vinculación con la dirección de las empresas, salvo en temas puntuales y de carácter extraordinario; con una óptica de inversión financiera y, por ello, con una gran movilidad en las participaciones, evitando todo tipo de barrera a dicha movilidad.

3. Creación de un grupo empresarial configurado a través de una corporación y/o *holding* financiero o industrial, con el objetivo de aprovechar supuestas economías de escala o de alcance, con una participación directa o indirecta en el control de las empresas que lo integran y

con una función asignativa de los recursos.

Dado que el objetivo de este trabajo es el estudio de las participaciones empresariales de la banca, y en concreto de los denominados «grupos empresariales», sobre él centramos nuestros comentarios. Tales grupos se crean a partir tanto de participaciones financieras beligerantes como de *holdings* y corporaciones. Los grupos bancarios se definen, pues, como un conjunto de empresas situadas, al menos potencialmente, bajo la influencia de un centro de decisión: un banco (2). Los grupos cumplen, al menos, las tres características siguientes:

- Unión de empresas, como consecuencia de la toma de participaciones directas en empresas o por medio de una sociedad matriz o dominante, que implica una relación de dependencia directa o indirecta.
- Unidad de administración, que implica la capacidad de influir en las decisiones de las empresas del grupo, aunque en algunos casos o períodos el banco o la empresa dominante, o matriz, tenga una actitud pasiva.
- Una lógica o proyecto de creación de valor; es decir, se presupone que el grupo se configura porque existen razones económicas que hacen que su existencia aporte valor a la simple suma de las empresas que lo forman, incluidas las posibles razones fiscales.

Para definir o identificar los grupos existen dos criterios: el primero, de base jurídica, viene unido a las participaciones directas en el capital de las sociedades que se integran en el banco, en el *holding* y/o corporación, o que figuren como participaciones a

través de una empresa matriz, o participaciones empresariales en cascada y/o cruzadas; el segundo criterio se centra en la capacidad de control y de influencia, y según él, se incluyen como empresas del grupo bancario no sólo aquéllas de las que se tiene una mayoría en el capital social, sino también aquéllas a las que se presupone, *iuris tantum*, una capacidad de control directo o indirecto por parte de las anteriores, bien porque se posea una participación significativa en el capital, bien porque se establezcan convenios, contratos, o porque se asuma la responsabilidad financiera, que supone de hecho una influencia determinante en sus decisiones. La dependencia, pues, no siempre se basa en las participaciones accionariales; están también los acuerdos financieros —redes financieras—, con intercambio o no de participaciones, y las asociaciones y «pactos», explícitos o no, que implican un proceso de pérdida de libertad de las decisiones de la empresa. En resumen, un conjunto amplio de mecanismos que generan dominación y dependencia en distintos grados.

Los grupos de empresas bancarias se pueden configurar bien por la simple dependencia o control directo o indirecto de un banco, con una oficina central o dirección encargada de centralizar dicha función, o bien a través de una *empresa matriz* o *cabecera*, un *holding* o una *corporación*.

El grupo estructurado alrededor de una *empresa matriz* suele adoptar la forma *multidivisional*, en la cual, la cabecera tiene el 100 por 100 del capital de sus participadas, y asume el diseño de la estrategia grupal. En este tipo de grupos, suele ponerse en práctica una estrategia de diver-

sificación no relacionada; esto es, oferta de nuevos productos en nuevos mercados, pero conservando cierta vinculación tecnológica y/o comercial con los negocios actuales.

Los *holdings*, o sociedades *holding*, son empresas propietarias de acciones de otras empresas. Sus activos están compuestos por participaciones en empresas, y su objetivo es maximizar sus rentas vía dividendos y ganancias de capital. No intervienen en la producción de bienes y/o servicios para las empresas en que participan ni para otras. Aunque potencialmente tienen capacidad para llevar un control de las participadas, suelen simplemente ejercer su función de accionistas, en la mayoría de los casos, pasivos. En muchos casos, es el banco el que actúa, de hecho, como un *holding*.

Algunos *holdings* participan en empresas que, a su vez, son cabeceras de nuevos grupos, dentro de los que se engloban empresas con negocios claramente relacionados entre sí. Por el contrario, el *holding*, por su propia concepción, suele estar formado por empresas que se dedican a actividades no relacionadas, lo que se conoce como *conglomerado* (Fernández, 1991).

Las *corporaciones industriales y financieras* también tienen una cartera de participaciones empresariales, pero —a diferencia del *holding*— incorporan un nivel adicional de gestión común para todas las empresas que controlan. Así como el *holding* centra su atención en los dividendos y ganancias de capital de su cartera, la corporación, además de aportar fondos, se ocupa de asesorar a sus participadas, interviniendo en el proceso de formulación estratégica de éstas. Esta concep-

ción, más integradora, hace que se vea a la corporación como un nivel organizativo nuevo, que agrupa a las empresas con el propósito de crear valor para ellas y hacerlas competir en mejores condiciones en el mercado único. La oficina central del grupo asigna recursos, interviene en las estrategias y se supone que origina sinergias que son capaces de añadir valor al grupo. En España, muchas de las denominadas corporaciones son, por su comportamiento y funciones, *holdings*.

Los grupos industriales (empresariales, en general) creados alrededor de la banca en España, salvo excepciones, no obedecen a una estrategia predeterminada, sino que son el resultado de decisiones históricas singulares, compromisos forzados por riesgos crediticios previos, búsqueda de poder y prestigio, o solamente producto del azar, que ofrecía hipotéticas oportunidades de negocio. El resultado consiste en grupos muy diversificados y conglomerados formados por empresas bancarias y no bancarias, con distinto grado de autonomía.

Los bancos con cartera de participaciones empresariales significativas (Berges y Sánchez del Villar, 1991) —que representen como mínimo el 15 por 100 del valor bursátil del Banco— son: Banesto, Central, BBV, March, Hispano, Santander y Pastor (dichas carteras representan un control superior al 7 por 100 de la capitalización bursátil de nuestras bolsas). En ellas, se diferencian dos modelos: 1) Banesto, Central y March, con participaciones significativas de control, en muchos casos mayoritarias, en un conjunto amplio de sectores, y 2) Santander, Hispano y Bilbao-Vizcaya, con participaciones centradas preferentemente en el sec-

tor servicios —eléctrico, telefónico—, con participaciones minoritarias, dado el peso de la capitalización de estas empresas. Pudiera pensarse en dos estrategias: la de creación de un conglomerado, aunque en algunos casos presente fuertes concentraciones en actividades básicas con fuerte oscilación cíclica, y la de búsqueda de participaciones en sectores básicos para, quizás, estimular, basándose en ellas, negocio bancario.

Entre las de grupos bancarios destacan, pues, las corporaciones financieras de Banesto; Alba (March); las corporaciones sectoriales, en discusión, del BBV, y el grupo industrial del Banco Central. En algunos de esos grupos se integran otros subgrupos industriales con entidad propia, caso, por ejemplo, de Uralita (Alba) y Dragados (Banco Central).

En la estructuración de los grupos bancarios empresariales hay una casuística muy variada, que va desde los formados por empresas prácticamente autónomas a los configurados como una corporación. En los primeros, el banco dispone de unos sistemas de información y control reducidos, tanto en cuanto a personas como en cuanto a niveles de información e influencia; actúa como un accionista pasivo, preocupado, en todo caso, por el negocio bancario de la empresa. Por el contrario, en las corporaciones no sólo se pretende crear un grupo sino alcanzar una identidad, una imagen corporativa; crear un centro de decisión que asuma la asignación de recursos humanos y financieros, y definir la estrategia del grupo, mediante la elección de la cartera de negocios y el establecimiento de alianzas. A su vez, estas corporaciones bancarias, con la exis-

tencia o no en ellas de empresas cabeceras de grupo o división, se configuran, en su mayoría, como grupos industriales diversificadas, como conglomerados, que es la nota más común de los *holdings* y corporaciones bancarias.

## II. LA PARTICIPACION DE LA BANCA EN EL CAPITAL DE LAS EMPRESAS: JUSTIFICACIONES ECONOMICAS

Con base en la teoría financiera, la valoración de la empresa es independiente de su estructura de capital. Conforme a las conocidas proposiciones de Miller y Modigliani, son irrelevantes los efectos de las decisiones financieras sobre el valor de la empresa. Es decir, sólo la actividad real de ésta explica su valor, lo que plantea una supuesta irrelevancia de la forma de financiación y del propio sistema financiero. Por ello, al analizar las relaciones banca-industria —o mejor, por qué es importante esta relación— debemos partir de los puntos o limitaciones del modelo financiero clásico: la asimetría de información, el problema de agencia y los trabajos que parten de la teoría del comportamiento y presentan algunos sistemas financieros como «mejores», o con más éxito en el planteamiento de sus relaciones con la empresa; tal sería el caso de los modelos alemán y japonés.

Las razones y sinrazones que explican la participación activa de la banca en la empresa, su vinculación empresarial, son:

1.ª Asimetría de la información, y explotación de las potenciales externalidades que surgen de la relación entre el banco y la

empresa; dada la incompleta información unida a las operaciones de préstamo, participar en el capital posibilita la participación en una fuente de información complementaria a la actividad crediticia y, por tanto, hace posible una más correcta evaluación del riesgo.

La asimetría informativa puede llevar a una relación más estrecha con el banco que permita una mayor disponibilidad de fondos para la empresa al disponer de un banco como accionista, dado que puede valorar mejor el riesgo de aquélla. Este hecho es más relevante en momentos de restricciones financieras y ante los procesos de inversión, dado que la asimetría de información entre prestamista y prestatario puede afectar al volumen de fondos disponibles para este último y/o su coste.

Estas ventajas se pueden anular si dichas participaciones generan *barreras de salida*, que en épocas de cambios de coyuntura, o ante la crisis de la empresa, presionan sobre el banco para seguir manteniendo financiación adicional. Esto explica la sensibilidad ante la crisis de los bancos con fuertes participaciones industriales, a no ser que se considere que su papel de banco tutor, en los procesos de reordenación y/o ajuste, es menos costoso que los llevados a cabo por el mercado: cambios de propiedad, suspensión de pagos y quiebra (Mayer, 1987). Igualmente, se debe considerar que la participación empresarial puede generar un riesgo de *contagio*, dado que las dificultades o malos resultados en una empresa del banco pueden generar desconfianza en el público hacia éste; desconfianza en la capacidad de gestión y control del banco sobre el resto de participaciones, o bien

recelo de que el banco pueda verse afectado si continúa invirtiendo en dichas empresas.

2.<sup>a</sup> La función del banco como accionista activo, puesto que reduce los efectos negativos de la discrecionalidad de los directivos, dadas las limitaciones de los controles (Junta General, y mercado de capitales) sobre éstos.

El papel de accionista activo, sin duda el más importante como justificación de la participación de la banca en el capital de la empresa, está unido a las relaciones propiedad-dirección. Se suelen presentar éstas conforme a dos modelos: el orientado hacia el mercado de valores, que enfatiza el corto plazo (*short-termism*), y el orientado hacia la banca, con una óptica de valoración a medio y largo plazo (3).

El modelo de relaciones centradas en el mercado de valores es un sistema que valora las consecuencias de las decisiones de la dirección, en el corto plazo, a través de dichos mercados. Este modelo se presenta como característico de EE.UU. y el Reino Unido. Aunque sin contrastes empíricos concluyentes, las notas que lo caracterizan son:

- La dirección debe maximizar el valor en el mercado de la empresa; de lo contrario, el poder de los accionistas puede imponer sanciones a través de las operaciones de cambio de propiedad y/o simplemente de dirección.

- Se supone (sin que se presenten contrastes concluyentes) que el mercado enfatiza los beneficios a corto plazo y, consecuentemente, infravalora el largo plazo y las inversiones a éste unidas, como investigación-innovación y operaciones de adquisición-fusión.

- La dirección debe enfocar su atención en el corto plazo y en la valoración que realiza el accionista de sus decisiones, lo cual puede hacer no aceptables proyectos de interés, pero con largos periodos de maduración. Implícitamente, se plantea una situación de asimetría de información.

En este contexto, se valoran negativamente las limitaciones al cambio de propiedad, las defensas frente a las ofertas de compra y las denominadas barreras para las compras de empresas.

Un segundo modelo —Alemania, Japón— presenta las relaciones sobre la base del largo plazo (Corbett, 1987). El protagonismo se centra en la banca. En el caso alemán, aunque ésta sólo tiene el 8 por 100 de la propiedad de la empresa, cuenta con los inversores privados no institucionales, que poseen el 20 por 100, los cuales, a través de las acciones depositadas en la banca, facilitan un poder adicional a ésta, vía delegaciones de voto; en Japón, las instituciones financieras poseen entre el 30 y el 40 por 100 del capital de sus grupos empresariales básicos, los *Keiretsu* (Nakatami, 1984). Ello da estabilidad a las relaciones propiedad-dirección, y proporciona una evaluación de las decisiones conforme a su capacidad de mantener unos beneficios sostenibles a largo plazo (4).

La empresa se caracteriza financieramente por un elevado endeudamiento (Japón) o por una alta tasa de autofinanciación (Alemania), escasa preocupación por los accionistas y escasa posibilidad de alterar el poder actual de la dirección. Los directores pueden, en parte, olvidar las evaluaciones del mercado de capitales, y no están forzados a sacrificar el largo plazo en aras del corto.

La creación de grupos bancarios puede hacer factible el desarrollo de este modelo. Ello, al mismo tiempo, facilita una defensa, una barrera estructural, contra las «agresiones» de las ofertas públicas, de los cambios de propiedad.

La preocupación por la evaluación de los modelos hace que, desde posiciones cercanas al modelo orientado hacia el mercado de valores (Woolcock, 1990), haya quien se pregunte sobre las consecuencias de la coexistencia de ambos modelos dentro de la Comunidad Europea y sobre la eventual necesidad de buscar una convergencia entre los mismos. La presión de la participación del capital extranjero está forzando una aproximación de ambos sistemas. Para ello, es preciso evitar, como sugieren los contrastes empíricos, tanto el descontrol de los directivos sin un mínimo marco estable de propiedad como su inseguridad; es decir, evitar tanto una aceptación plena de la lógica del mercado de capitales, sin imponer limitación alguna al cambio de propiedad, suprimiendo todas las barreras de entrada, como un «excesivo» poder de la dirección que pudiera implicar su descontrol.

El descontrol de los directivos tiene su base en la autofinanciación, el accionariado diluido y los sistemas de protección que se han generado. Ello se puede corregir con la existencia de un accionista activo, como un banco. Igualmente, evita que los directivos apliquen políticas de alto riesgo con perjuicio de acreedores, dado que, de resultar positivas, benefician sólo a los accionistas. La banca, al ejercer ambos papeles, atenuará estas conductas oportunistas. El papel de la banca como accionista activo

es, sin duda, el más relevante (OCDE, 1988), al hacer posible el desarrollo de estrategias a largo plazo sin la presión del corto a que suele llevar el mercado de capitales.

Sin duda, en este punto se toma como modelo el «banco tutor» de los grupos japoneses y el «banco control» alemán. El banco del grupo, o banco tutor, ejerce un papel de accionista activo. El papel del banco principal o tutor (Sheard, 1989), con su participación en capital y, lo que es más importante, en créditos, y con sus sistemas de información de las empresas y directivos, cumple una función de control externo que, en parte, sustituye al mercado, y actúa como sistema intermedio entre jerarquía y mercado.

El papel básico de información del banco tutor hace que se pueda dar una clara situación de asimetría con relación al mercado, lo cual le sitúa en una posición privilegiada. Su función no es la de control activo de la dirección, en cuanto sirve para internalizar los sistemas de control del mercado, sino que provee un sistema de seguro de apoyo en los procesos de tensiones de liquidez y reconversión, incluida la responsabilidad directa del ajuste por medio de ejecutivos enviados por el propio banco.

Las conclusiones de Corbett (1987, págs. 51 y 52) sobre el papel de la banca en ambos modelos son que las diferencias entre éstos se dan básicamente en el control y en la reacción ante las crisis de la empresa, más que en precios, dado que el contrato de garantía mutua del modelo japonés implica aceptar que se pague más en ciclos altos y se compense en momentos de cambios en el ciclo; es decir, unas ciertas

transferencias de beneficios en épocas de expansión para compensar las caídas en las recesiones, lo cual puede acentuar el ciclo de la cuenta de resultados de la banca. La deuda aparece así como una mezcla de deuda propiamente dicha y capital riesgo.

3.<sup>a</sup> Apoyo al negocio bancario; es decir, a la creación de un mercado, en parte, «cautivo» para el banco. Unas relaciones que implícitamente se presentan como una forma de ampliar el negocio bancario, comportamiento que pudiera explicar algunas de las recientes participaciones industriales en ciertos sectores básicos. En este punto, todo lo que no sean comportamientos en mercados abiertos puede hacer que los intereses del banco y los de los accionistas minoritarios de la empresa no coincidan en muchas ocasiones, y que se produzcan trasvases de resultados entre negocios, con el riesgo de generar conductas ineficientes. El riesgo de este tipo de relaciones es que, ante la crisis de la empresa, la banca estaría obligada a mantener la actividad y llevar a cabo su reconversión, argumento que se basa en la dependencia bancaria de la empresa en la coyuntura precedente —es decir, cuando se utilizaba la empresa para mantener o ampliar el beneficio del banco—, en suma, en la existencia implícita de un contrato a largo plazo entre banco y empresa. Ello explica que en la crisis de 1977-1985 los bancos con fuertes participaciones se vieran afectados de forma muy especial por la crisis.

Conviene no olvidar el incremento del riesgo que implican las inversiones en capital (frente a la deuda), y el que aquéllas queden, de hecho, garantizadas con los fondos propios del banco; igual-

mente, dificulta la evaluación del riesgo de los negocios del conglomerado por las transacciones entre los mismos. La consolidación contable, ante la heterogeneidad de los negocios y su internacionalización, se ve limitada para realizar una correcta evaluación del riesgo real del grupo. Por su parte, el modelo japonés de relaciones contractuales a largo plazo, por las que el banco apoya en situaciones de crisis y se ve compensado una vez superadas éstas, es difícilmente asumible en el contexto europeo.

4.<sup>a</sup> Para algunos, otra razón para fomentar una relación más estrecha entre banca e industria es que permite dirigir la riqueza de talento que se ha concentrado hasta ahora en las instituciones financieras hacia una participación directa en las actividades empresariales (Mayer, 1987, página 29). Parece, sin embargo, que los hechos no hablan de exceso de talentos en algunos de los sistemas bancarios, y que éstos presentan preocupantes crisis en algunos de sus mejores bancos; por ello, es poca la aportación que la banca puede prestar en apoyo profesional. Quizá se olvidan de que tales servicios se pueden comprar en el mercado.

Además, hay quien sostiene que el poder del banco sobre las empresas puede impedir que se aprovechen las posibilidades de especialización de las funciones de propiedad y control (Arruñada, 1990).

La especialización de las funciones directivas y de control permite una diversificación de riesgos (Fama y Jensen, 1983). Es el accionista quien debe plantear la diversificación del riesgo. Sin duda, el riesgo de la separación de funciones viene unido al descontrol de los directivos, ya que

éstos pueden tomar funciones propias de los accionistas en cuanto pretendan llevar a cabo, en el aspecto que nos ocupa —preocupados por su seguridad—, conductas de clara averción al riesgo, como la retención de beneficios. Igualmente, pueden maximizar su función directiva vía decisiones de diversificación —no relacionada—, o bien vía decisiones de crecimiento, si el banco pretende adquirir un protagonismo demasiado relevante como accionista activo.

Finalmente, las posibles consecuencias negativas de una imbricación estrecha entre empresas bancarias e industriales quizá se derivan más del entorno regulatorio que de la naturaleza intrínseca del fenómeno. Se ha apuntado como factor agravante, sobre todo, la existencia y características del seguro de depósitos. Son conocidos los efectos potencialmente perversos que ocasiona este seguro, por ser sus primas invariables con el riesgo, al atenuar la vigilancia de la solvencia bancaria por parte de los depositantes, e incentivar una asunción extrema de riesgos o «huida hacia adelante», que es de especial importancia en situaciones próximas a la quiebra. Las autoridades reguladoras intentan, con desigual fortuna, paliar dichos efectos negativos inspeccionando y restringiendo la actuación de los bancos. La relevancia de este asunto para valorar la conveniencia de las participaciones de la banca en la industria depende, en buena medida, de la capacidad con que los reguladores desempeñen su tarea. En un marco más restrictivo, reguladores tan expertos y veteranos como los estadounidenses han sido incapaces de anticipar —cuanto más evitar— quiebras gigantes, como la del Continental Illi-

nois Bank en 1982, declarado insolvente sólo semanas después de recibir un informe regulatorio favorable, y las de las cajas de ahorros de 1990. Por el contrario, si se piensa que los reguladores son eficaces en la detección y prevención de la insolvencia, ha de considerarse que las participaciones significativas de los bancos en el capital de las empresas no financieras pueden dificultar su tarea, al tener los bancos más posibilidades para evadir la regulación y ocultar su situación patrimonial. Se ha señalado, por ejemplo, cómo el seguro de depósitos favorece el mantenimiento del control por los directivos mediante acumulación de autocartera (Arruñada, 1990, páginas 75-76). En consecuencia, el seguro de depósitos, en su forma actual, constituiría un factor negativo para permitir una relación accionaria estrecha entre bancos y empresas.

### III. LOS GRUPOS EMPRESARIALES BANCARIOS. UNAS CONSIDERACIONES CRÍTICAS

Una vez analizadas las razones económicas que explican la participación de la banca en el capital de las empresas, vamos a estudiar críticamente la forma más común que presentan dichas participaciones: los conglomerados.

Los grupos bancarios engloban empresas que mantienen distintas formas de relación entre sí, y se organizan de diferente forma, existiendo distintas razones que explican la formación de estos grupos, como hemos analizado. Estos grupos, en su mayoría, se identifican con los denominados conglomerados; es

decir, empresas que se dedican a actividades no relacionadas.

La aparición del conglomerado obedecería, en principio, a un conjunto de razones, tales como:

1) *Reducción del riesgo.* Por definición, el conglomerado combina negocios no relacionados —actividades que no comparten sinergias operativas— en relación a *inputs*, tecnologías y mercados (Chandler y Tedlow, 1985, páginas 749-758). Conviene matizar esta afirmación en cuanto que el riesgo de los negocios, como consecuencia del conglomerado, más que reducirse se redistribuye, a no ser que, como consecuencia del conglomerado, se reduzcan los costes de quiebra o, en general, de agencia.

2) *Costes de capital más bajos.* La posibilidad de conseguir economías de escala en la obtención de recursos financieros, así como la reducción del riesgo ya mencionada, implican que el coste de capital puede reducirse en el conglomerado. La pertenencia a éste atenúa el riesgo de insolvencia de las empresas, ya que se supone que existe una cierta «solidaridad financiera», y ello es valorado por los acreedores.

El hecho de que el coste de capital para las empresas del grupo sea menor del que obtendrían si no formaran parte de él es consecuencia de la «solidaridad financiera» que los acreedores ven en las empresas del grupo. Es posible que este menor coste no compense a los accionistas del conglomerado —al banco— del mayor compromiso que contraen con las garantías que ofrecen a las empresas del mismo (Higgins y Schall, 1975).

3) *Disponibilidad de equipos directivos bien cualificados.* La especialización y el tamaño del con-

glomerado permiten integrar directivos muy especializados y asignarles a las actividades clave. Ese mismo tamaño multiplica las posibilidades de formación y promoción de los directivos, lo que reduce los riesgos que éstos asumen y los costes que suponen para el grupo.

Igualmente, se expone como razón la posibilidad de utilizar las técnicas de gestión más avanzadas. La presencia de equipos humanos muy especializados va acompañada, como es obvio, del acceso a los mejores sistemas de dirección e información, que pueden aplicarse en todas las empresas del grupo.

Ante estas razones, quizá convenga recordar que la disponibilidad de equipos directivos bien cualificados, así como de eficientes sistemas de dirección e información, son servicios que pueden ser obtenidos en el mercado, posiblemente con igual o menor coste.

4) *Mitigación del poder del mercado.* La inclusión en un grupo de empresas que actúan en distintos sectores puede suponer una vigorización de la competencia en esos segmentos, por la mayor capacidad que aquél aporta para competir, según acabamos de comentar. Bien es cierto que el conglomerado también podría aumentar el poder de mercado de sus empresas mediante subsidios cruzados, políticas de precios predatorios y acuerdos de compra-venta dentro del grupo.

5) *Peso destacado de la financiación interna.* Las demandas de fondos del conglomerado fluctúan menos en el tiempo, dado que se utiliza la caja del grupo; y, si el mercado financiero es sustancialmente ineficiente, ello puede hacer realizables pro-

yectos de investigación, innovación, desarrollo de nuevos negocios e inversiones con un largo período de maduración, que de otro modo no encontrarían financiación.

6) *Asignación eficiente de los recursos.* En los mercados financieros, existen asimetrías de información que dificultan el proceso de asignación óptima de los recursos y el control de los directivos asalariados. El conglomerado dotado de una oficina central bien informada puede suplir con ventaja esas carencias, y asignar de forma más eficiente los recursos entre las empresas del grupo que el mercado. Igualmente, se supone que, con su papel de accionista activo, ejerce un mejor control sobre los directivos que el llevado a cabo por los sistemas de control externo del mercado.

El supuesto de que los mercados de capitales son menos eficientes que la oficina central del conglomerado en la asignación de recursos, por la menor información y la conducta oportunista de los directivos de las empresas, olvida que el centro corporativo del grupo puede tener una información no completa, afectada por los intereses de los propios directivos y, quizá, sesgada por los niveles inferiores. En unos mercados cada vez más desarrollados, su nivel de información hace que disminuyan las supuestas ventajas asignativas de las oficinas corporativas de los grupos.

Ahora bien, muchas de esas ventajas son más que discutibles, como hemos presentado; sobre todo si nos colocamos en el papel de los accionistas del conglomerado. La pasividad de los «accionistas dormidos», agravada en ocasiones por el entorno legal, dificulta el control externo de los

directivos hasta el punto de que algunos autores comienzan a hablar de la necesidad de revisar la actual sociedad anónima: «las grandes sociedades anónimas, principal motor del progreso económico en los Estados Unidos durante un siglo, han dejado de ser útiles en muchos sectores de la economía, y están siendo eclipsadas. La deuda se ha convertido, en realidad, en el sustituto de los dividendos. Su poder disciplinario obliga a los directivos a maximizar el valor de los bienes de la empresa y a desprenderse de secciones de negocios que es mejor que sean otros quienes las gestionen» (Jensen, 1990, pág. 71).

Para Jensen, en las grandes sociedades anónimas, el conflicto entre directores y propietarios a cuenta del *cashflow* es la principal causa de la pérdida de eficacia. Si una empresa quiere ser eficiente y maximizar su valor, el *cashflow* libre tiene que ser distribuido preferentemente entre los accionistas antes de ser retenido. Sin embargo, esto no sucede con demasiada frecuencia; los directivos tienen pocos incentivos para la distribución de fondos. Rappaport (1990) revisa los argumentos que justifican la crisis de la sociedad anónima y postula las ventajas que se derivarían de la actuación de los inversores institucionales, de los incentivos de los directivos para maximizar la riqueza de los accionistas y de la permanencia institucional por contraposición al papel de los LBO, defendidos por Jensen (1990), que serían, en su óptica, tan sólo una solución transitoria.

Sin duda, estamos ante una nueva etapa en la ordenación de la sociedad anónima, que debe superar muchas de las críticas a que ha conducido una gerencia sin control. El espacio financiero europeo hará surgir una mayor

preocupación por la disciplina de los directivos y por el desarrollo de sistemas para verificar sus rendimientos y su competencia, unida a una disciplina más fuerte de los mercados reales y financieros.

La ausencia de control puede conducir a los directivos a poner en práctica estrategias de diversificación no relacionada, que conducen al conglomerado como forma de hacer crecer al grupo, y con ello aumentar el prestigio, el poder y las retribuciones personales. Los directivos, y no los accionistas, serían los beneficiarios de tal conducta. Al menos, eso es lo que valora el mercado, que descuenta negativamente tanto los procesos de diversificación no relacionada como los mecanismos de defensa contra las adquisiciones que implantan algunos directivos.

Igualmente, se considera que la ventaja del conglomerado, unida a la reducción de riesgos que implica su diversificación no relacionada, no conducen a creación de valor para sus accionistas. Los contrastes empíricos muestran que la diversificación a través del conglomerado no supone comportamientos más eficientes que la llevada a cabo por los accionistas, directamente, a través del mercado (Hill, 1988, Chang y Choi, 1988). Se constata que los grupos más eficientes tienen una nota básica: el que se dedican a unos pocos negocios y no forman conglomerados diversificados (Rumelt, 1982).

Sin duda, la justificación de los conglomerados de los grupos bancarios se debe hacer a escala de situaciones singulares, más que buscar justificaciones generales.

#### IV. A MODO DE EPILOGO

Las relaciones banca-industria exigen una perfecta clarificación, que se basen en el mercado y que la existencia del grupo tenga razones económicas reales, y no supuestas economías de escala y/o alcance. La diversificación de riesgos que está en la base de los conglomerados no parece necesaria en las corporaciones industriales bancarias; la experiencia nos dice que la eficiencia exige agrupaciones relacionadas y la creación de corporaciones industriales que aprovechen una ventaja competitiva, un saber hacer.

Las menciones a casos singulares, como el alemán o el japonés, no pueden hacernos olvidar el distinto entorno económico y social, así como las disímiles relaciones laborales e industriales que se producen en dichos sistemas. Las fuertes barreras de salida que en el pasado han caracterizado el comportamiento de nuestras empresas no se pueden olvidar a la hora de diseñar un grupo industrial. Igualmente, cuanto más se acentúen los comportamientos competitivos (el libre mercado) y menos se busque su sustitución en la asignación de recursos, o su cautividad, o cierta dependencia en favor de una actividad, aunque sea la propia de la banca, mejores serán las bases para el desarrollo sostenido de nuestra economía.

Esto es importante en el momento presente, con una banca quizá sobredimensionada, que deberá rentabilizar las inversiones ya efectuadas, empezando por las participaciones empresariales. Ello hará que cuando la rentabilidad por dividendos no compense suficientemente se haga preciso realizar las ganancias de

capital, vía venta de participaciones, cuando aquéllos no coticen en el mercado, lo cual permite aflorar dichas ganancias de capital si las hubiese.

Los estudios para ver si las empresas integradas en bancos, o en grupos y/o corporaciones bancarias, presentan mejores resultados que las que actúan sin dicha integración son más bien negativos: «ni los *ratios* de valoración bursátil de las empresas, ni la volatilidad de los precios de sus acciones, parecen guardar relación significativa alguna con la presencia bancaria en su accionariado» (Berges y Sánchez del Villar, 1991). La banca, no obstante, con su poder disciplinario, su capacidad de acceso a la información y su presencia en los consejos, puede disponer de una ventaja comparativa como accionista activo. No sabemos si esas razones, unidas a un posible mercado cautivo, compensarían una pérdida de separación de funciones, los costes potenciales de dichos compromisos y/o los propios del grupo —en caso de existir—, dado que los estudios acerca de otros países no muestran que sean más eficientes los grupos —los conglomerados— que las empresas actuando aisladamente.

## NOTAS

(1) Este hecho está tomando una nueva dimensión cuando existen acuerdos entre bancos para captar delegaciones de voto para la Junta de Accionistas. Ha comenzado por delegaciones de voto de los accionistas de los propios bancos, pero puede generalizarse su uso, lo que comporta una práctica que, sin duda, es un medio de permanencia en el poder del equipo directivo, o supone el uso de un poder delegado en las juntas que no tiene su base en la posesión de capital.

(2) Cuando se habla de grupos bancarios —de conglomerados—, nos referimos a una entidad bancaria matriz de actividades financieras y no financieras con negocios no relacionados. No se consideran como grupo, en este análisis, las entidades bancarias o no bancarias (*holdings* financieros) matriz de entidades financieras, como es el caso de los actuales bancos «federados».

(3) Se discute si estos modelos, en su lógica, no obedecen a las distintas oportunidades que ofrecen las economías de los respectivos países y al grado de descontrol de los directivos (dado que, cuando existe gran discrecionalidad, éstos tienden a favorecer el crecimiento y la diversificación con base en la retención de beneficios) más que a su propia lógica como susuestos modelos diferenciados.

(4) En el caso alemán, la estructura de la propiedad (aunque la banca sólo posea el 8 por 100 de ésta) y la decisión de los inversores privados individuales (20 por 100), con sus delegaciones de voto, dan a la banca un poder y una estabilidad necesaria en las decisiones a medio y largo plazo; el resto de la propiedad está en manos de Estado y gobiernos locales (7 por 100), compañías de seguros y fondos de inversión (6 por 100), inversores extranjeros (20 por 100) y otras empresas (39 por 100) (*Financial Times*, 24 mayo 1991). Fuente: Deutsche Bundesbank.

Igualmente, la estructura de control, con el Consejo de Supervisión o Vigilancia nombrado por el consejo de accionistas, y por empleados y sindicatos (al 50 por 100), y la elección del Consejo de Dirección y de la dirección de las divisiones configuran una estructura de defensa, o barrera de entrada estructural, en el control de la sociedad.

## BIBLIOGRAFIA

ARRUÑADA, B. (1990), «Control y propiedad: límites al desarrollo de la empresa española», *ICE*, noviembre, págs. 67-88.

BERGES LOBERA, A., y SÁNCHEZ DEL VILLAR, E.

(1991), «Las participaciones bursátiles de la Banca en España», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 34, págs. 72-87.

CORBETT, J. (1987), «International perspectives on financing: evidence from Japan», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 3, n.º 4, invierno, págs. 30-55.

CHANDLER, A., y TEDLOW, R. S. (1985), *The coming of managerial capitalism*, Richard D. Irwin, New Jersey.

CHANG, S. J., y CHOI, U. (1988), «Strategy, structure and performance of Korean business groups: A transactions cost approach», *The Journal of Industrial Economics*, diciembre, páginas 141-158.

FAMA, E. F., y JENSEN, M. C. (1983), «Separation of ownership control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26, junio, págs. 301-325.

FERNÁNDEZ, Z. (1991), «Las corporaciones: algo más que una moda?», *Economistas*, n.º 42, páginas 386-390.

HIGGINS, R. C., y SCHALL, L. D. (1975), «Corporate bankruptcy and conglomerate merger», *Journal of Finance*, n.º 30, marzo, págs. 93-114.

HILL, C. W. L. (1988), «Internal capital market control and financial performance in multidifunctional firms», *The Journal of Industrial Economics*, vol. XXXVII, septiembre, páginas 67-83.

JENSEN, M. C. (1990), «Las ofertas públicas de compra: la senda hacia la eficacia de las grandes sociedades», *Harvard-Deusto Business Review*, 3.º trimestre, págs. 71-92.

MAYER, C. (1987), «The Assessment: financial systems and corporate investment», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 3, n.º 4, invierno.

NAKATAMI, I. (1984), «The economic role of financial corporate grouping», en AOKI, M. (ed.), *The economic analysis of the Japanese firm*, North Holland.

OCDE (1988), «Evolution des structures, des besoins et des sources d'investissement industriel», *IND*, 88, 16.

RAPPAPORT, A. (1990), «The staying power of the public corporation», *Harvard Business Review*, enero-febrero, págs. 96-104.

RUMELT, R. P. (1982), «Diversification strategy and profitability», *Strategic Management Journal*, vol. 3, págs. 359-369.

SHEARD, P. (1989), «The Main Bank System and corporate monitoring and control in Japan», *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 11, págs. 399-422.

WOOLCOCK, S. (1990), «Corporate governance in the single European market», *Discussion papers*, 32, RIIA, Londres.