

BANCOS UNIVERSALES Y BANCOS ESPECIALIZADOS: LOS LÍMITES DE LA DIVERSIFICACIÓN BANCARIA

Jordi CANALS (*)

I. INTRODUCCIÓN

DURANTE los últimos años, la desregulación del sector financiero y el proceso de desintermediación financiera registrados en los países industriales han planteado numerosas cuestiones sobre el presente y el futuro de los bancos como intermediarios financieros.

Una de aquellas cuestiones más debatidas actualmente es la eficacia relativa de los bancos (en su función de financiación a empresas no financieras) en relación con los mercados de capitales. Esta eficacia se mediría de acuerdo con el volumen y el coste de los fondos procedentes del ahorro que los bancos y los mercados de capitales ofrecen a los demandantes de fondos (principalmente, empresas) para financiar la inversión productiva (Mayer, 1988; Hellwig, 1991).

Algunos de los argumentos utilizados en este debate subrayan las ventajas de los bancos frente a los mercados de capitales (por ejemplo, Diamond, 1991). Estas ventajas se refieren, habitualmente, a la supuesta eficacia relativa con la que los bancos canalizan recursos financieros al sector no financiero de la economía, y en particular hacia la inversión productiva.

En el caso de que estas ventajas fueran inequívocas, supuesto que autores como Allen (1993, 1994) discuten, los argumentos se limitan a subrayar lo que sería deseable para las empresas no financieras que reciben aquella financiación. Sin embargo, en la literatura sobre estas cuestiones no se ha discutido a fondo la conveniencia para los bancos de participar activamente en la financiación de empresas no financieras, bien como prestamistas a largo plazo, bien como accionistas. Las preguntas críticas son, en este contexto, las siguientes. Primera: ¿Cuáles son las ventajas de un banco universal frente a un banco especializado? Segunda: ¿Es conveniente para un banco comer-

cial tradicional expandir el límite de sus actividades tradicionales y diversificar para actuar como agente activo en la financiación a largo plazo de empresas no financieras o como accionista?

En el ámbito de la teoría de las finanzas, existe una evidencia creciente acerca de las ventajas de una estrategia enfocada en torno a un negocio (estrategia de especialista) sobre la estrategia de diversificación. Numerosos estudios empíricos (1) muestran que, en un mismo sector, los resultados de las empresas con estrategias simples o enfocadas son superiores a los de las empresas diversificadas.

Las razones que se apuntan para apoyar estos resultados son diversas: los problemas de complejidad organizativa, la existencia de negocios distintos que exigen capacidades diferentes o los volúmenes crecientes de inversión requeridos por cada negocio. Sin embargo, los criterios a manejar para decidir acerca del grado de diversificación adecuado de un banco universal o de un grupo empresarial han recibido menor atención (con excepciones como Saunders y Walter, 1994).

En este trabajo, se discuten las ventajas de un banco universal (entendido como un banco con varias unidades de negocio diferentes) desde dos perspectivas académicas: el enfoque de la estrategia corporativa y el enfoque de la economía de las organizaciones. Para sintetizar los argumentos, se desarrolla un modelo a partir de los conceptos presentados en aquellos enfoques.

La estructura de este trabajo es la siguiente. En el apartado II, discutiremos las supuestas ventajas de los bancos frente a los mercados de capitales en la financiación a las empresas; en el III, analizaremos los problemas que un banco universal plantea desde el punto de vista de la estrategia corporativa; en el IV, utilizaremos algunos de los conceptos más relevantes de la economía de las organizaciones para discutir los problemas organizativos de un banco universal; finalmente, en el apartado V, plantearemos un modelo que incluye los beneficios de una estrategia corporativa y los costes organizativos para poder evaluar las decisiones de diversificación relacionada y no relacionada de un banco universal.

II. EL MODELO FINANCIERO BASADO EN LA INTERMEDIACIÓN BANCARIA

Este modelo descansa, principalmente, en la intermediación financiera que llevan a término los

bancos. Este proceso constituye el mecanismo principal de un país para la asignación de recursos financieros procedentes del ahorro de las familias y dirigidos hacia la financiación de la inversión de las empresas. El papel de los mercados financieros, en este caso, tiene una menor importancia.

Al estudiar el papel de los bancos en la financiación de las empresas, surgen algunas preguntas críticas: ¿Cuáles son las ventajas que presentan los bancos en relación con los mercados financieros? ¿No resulta suficiente un conjunto de mercados financieros bien desarrollados para facilitar financiación a las empresas?

La explicación clásica de la función de los intermediarios financieros es que éstos captan recursos financieros de ahorradores mediante la emisión de depósitos u otros instrumentos financieros y los dirigen hacia las empresas que los necesitan para financiar sus inversiones. En última instancia, los intermediarios financieros acercan el ahorro a la inversión real. Además, esta función permite una diversificación del riesgo de los ahorradores.

Sin embargo, este enfoque clásico de la intermediación financiera parece haber sido desplazado por los acontecimientos. En efecto, la creciente sofisticación de instrumentos y mercados financieros en los últimos años ha permitido mejorar la eficiencia de los mercados, lo que permitiría una mejor diversificación del riesgo. Por tanto, parece que el argumento clásico resulta insuficiente para explicar la razón y el papel de los intermediarios financieros.

En las últimas décadas, ha aparecido un nuevo enfoque que explica la existencia de los bancos a partir de los problemas de la información asimétrica y de riesgo moral que se dan entre los ahorradores y las empresas que toman los fondos de aquéllos. Los ahorradores suelen tener información incompleta sobre la situación de las empresas, lo cual podría dificultar la financiación que éstas necesitan.

De este modo, la intermediación bancaria puede presentar ventajas importantes para las empresas, pues alivia los problemas de agencia antes mencionados (2). En efecto, cuando la adquisición de información sobre las empresas que han de efectuar los proveedores de recursos financieros es costosa, la financiación de las empresas puede resultar más eficiente si los posibles inversores delegan en una entidad especializada el proceso de recogida de dicha información (Diamond, 1984). Por tanto, la intermediación financiera puede justificarse por las funciones de recogida de informa-

ción y de supervisión de las empresas que los bancos llevan a término.

La delegación de esta función en los bancos tiene ventajas importantes debido a las economías de escala que encierra: existen importantes costes fijos en esta actividad que pueden ser absorbidos mediante un volumen de operaciones mayor. De esta manera, los bancos podrían tener una cartera de préstamos cuyos retornos no tuvieran correlación alguna entre sí. La principal condición para que esto ocurra es que exista verdadera competencia entre las diferentes instituciones financieras, de manera que el coste de la financiación no incluya rentas de monopolio. Por tanto, la presencia de los intermediarios financieros muestra incentivos importantes que permiten solucionar en buena parte los problemas de agencia antes mencionados.

Este argumento es útil, pero tampoco puede llevarse hasta extremos insólitos. La razón es que si fuera de validez universal, las empresas trabajarían solamente con una entidad financiera, situación que no se da en la vida real (Hellwig, 1991). Por tanto, un aspecto importante de la intermediación financiera es que los bancos pueden tener economías importantes en la recogida y tratamiento de la información.

En segundo lugar, los bancos pueden estar en condiciones de resolver mejor los problemas de información asimétrica, y reducir así los costes de transacción derivados de la conducta de los pequeños accionistas no interesados en dedicar esfuerzo o recursos al seguimiento de la marcha de una empresa. Volveremos a retomar la cuestión de los efectos de la concentración de la propiedad en las empresas más adelante.

Un tercer aspecto, relacionado con el anterior, es que la intermediación financiera puede resolver mejor que los mercados de capitales el problema de los pequeños inversores que desean invertir, pero que carecen de información para hacerlo eficientemente. La función transformadora de depósitos en inversiones que los bancos llevan a término es una alternativa a la colocación directa del ahorro de pequeños propietarios en los mercados de capitales.

Otro aspecto importante es que la intermediación financiera permite, en principio, establecer relaciones duraderas que los mercados de capitales no suelen garantizar. Estas relaciones se materializan en contratos implícitos a largo plazo que la empresa juzga beneficiosos. Mayer (1988) y Porter (1992) plantean el concepto de capital comprometido con las empresas. De hecho, un problema

básico de las relaciones entre ahorradores y empresas, el establecimiento de contratos completos, es resuelto mediante el papel de supervisión de los bancos. Esta función permitiría ofrecer una solución alternativa a los contratos a largo plazo entre ahorradores y empresas. Este argumento es elegante, pero, como veremos después, incluso en sistemas donde la intermediación bancaria es muy importante, como puede ser el alemán, el período medio de vencimiento de los préstamos bancarios es más bien corto.

Allen (1993, 1994), en unos trabajos de ámbito más general, ha puesto de manifiesto que las supuestas ventajas de la intermediación financiera sobre los mercados financieros dependerán del tipo de sectores y, en particular, de su grado de maduración e innovación tecnológica.

En mercados maduros, con un nivel bajo de innovación y, por tanto, con una incertidumbre menos acusada, los intermediarios financieros presentan claras ventajas sobre los mercados de capitales. En último término, cuando existe un cierto acuerdo sobre lo que se puede hacer y lo que no se puede hacer para competir en un sector de estas características, los bancos tienen ventajas sobre los mercados de capitales. Este argumento está relacionado con el de Diamond (1984): en la medida en que la incertidumbre sea baja, los bancos podrán diversificar el riesgo entre distintas empresas, de manera que los rendimientos de éstas presenten una baja correlación.

En cambio, en sectores emergentes, con riesgos financieros y tecnológicos importantes, el conocimiento del sector es mucho más impreciso. En este caso, la opinión de un intermediario financiero tendrá una fiabilidad menor. Por el contrario, las múltiples informaciones que se cruzan en los mercados financieros pueden ayudar a lograr una mejor asignación de los recursos financieros.

En otras palabras, los bancos pueden ser los mejores agentes para financiar proyectos de inversión o crecimiento de las empresas en sectores consolidados o, incluso, maduros. En cambio, los mercados de valores pueden recoger una mejor información en el caso de sectores emergentes, en los que la incertidumbre tecnológica, financiera y comercial suele ser mayor. Esta explicación es bastante consistente con lo que ocurre en el mundo real, aunque no sea la única explicación de por qué ocurre.

Otra ventaja de los sistemas financieros basados en la intermediación bancaria es la existencia de una propiedad concentrada a través de un accio-

nista importante –el propio banco– interesado en la buena marcha de la empresa, gracias al incentivo que supone la propiedad (Jensen, 1989; Berglof, 1990). Este accionista puede influir en la marcha de la empresa, por ejemplo, mediante la designación de sus altos cargos. Asimismo, esta relación con el equipo directivo le permite paliar los problemas de información asimétrica, a los que antes nos habíamos referido al hablar del sistema basado en el mercado de capitales.

Numerosos estudios muestran una correlación positiva entre concentración accionarial (o control mayoritario, en su defecto) y eficiencia. La razón es que cuando los miembros de un Consejo de Administración (por ejemplo, bancos que son accionistas o acreedores) que tienen competencias importantes sobre la evolución de la empresa tienen intereses en ella (como accionistas o acreedores), los incentivos de la empresa y de los inversores son más consistentes, y desaparecen, al menos parcialmente, los problemas de agencia (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1986) (3).

Asimismo, la concentración de la propiedad podría permitir resolver conflictos entre los distintos accionistas de una empresa con una mayor celeridad, pues existe un accionista –un banco– interesado realmente en el futuro de la empresa. Este sistema permite también alcanzar soluciones menos traumáticas en situaciones de crisis de la empresa; en muchas ocasiones, la quiebra se evita y la reestructuración empresarial es más suave, con lo que los conflictos sociales son inferiores. Este es un argumento importante utilizado al describir las ventajas del sistema financiero japonés (Aoki, 1988; Kester, 1991). Así, Hoshi, Kashyap y Scharfstein (1991) muestran que las reestructuraciones empresariales en Japón son menos costosas.

Por el contrario, como ya hemos discutido anteriormente, en los sistemas basados en los mercados de capitales, la quiebra suele ser el mecanismo corriente de solución a un problema de falta de viabilidad de la empresa. Lógicamente, este sistema plantea una mayor conflictividad social.

En general, los bancos pueden ejercitar el control de las empresas a un coste inferior, por las razones antes discutidas. Por consiguiente, en un contexto de información asimétrica y contratos incompletos, los bancos pueden ejercer un control sobre la empresa más eficiente que el que ejercerían los mercados financieros.

Obsérvese que este argumento va más allá del de Jensen y Meckling (1976). Estos autores seña-

lan que deuda y capital son dos mecanismos distintos de gobierno de las empresas, y discuten cómo se ejerce el control con cada mecanismo. Por el contrario, el argumento anterior avanza un poco más y se pregunta por qué un país, sus bancos y sus empresas eligen un sistema u otro.

Las respuestas a esta pregunta han sido, indirectamente, ofrecidas antes (Diamond, 1984; Mayer, 1988; Hellwig, 1991). Sin embargo, hay dos aspectos institucionales que no pueden olvidarse en este contexto. Primero, en Estados Unidos la legislación bancaria de los años treinta ha impedido a los bancos participar más activamente en la financiación de las empresas; aunque es cierto que no sabemos qué habría ocurrido en ausencia de aquella legislación.

El segundo aspecto es la específica concentración de la propiedad de bancos y empresas en cada país. La presencia de un accionista importante –o, al menos, de un acreedor importante– puede garantizar unas relaciones entre el banco y la empresa orientadas al largo plazo, menos expuestas a los acontecimientos coyunturales, y que generan la emergencia de capitales comprometidos con la financiación a largo plazo de las empresas. Este argumento fue elaborado por Demsetz (1983), quien señala que los accionistas mayoritarios asumen un riesgo superior en la empresa, por lo que los beneficios derivados de la supervisión de aquella superan los costes.

Junto a estas indudables ventajas, el modelo basado en la intermediación financiera no está exento de problemas y limitaciones. El primero, y más importante, es el excesivo riesgo que los bancos acumulan con los créditos y las participaciones accionariales en las empresas. Dichas participaciones están en el origen de numerosas crisis bancarias, como la norteamericana de los años treinta o la española de los años setenta y ochenta. Los casos recientes de Crédit Lyonnais y Banesto son ilustrativos.

Una segunda limitación del modelo basado en la intermediación financiera es que los mecanismos de control ya no se basan en los precios que el mercado atribuye a determinados activos financieros, sino en la capacidad de supervisión que el banco tenga sobre las empresas con las que mantiene relaciones comerciales y financieras. Lógicamente, esta segunda situación exige un esfuerzo mucho mayor por parte del accionista principal o, en el caso del banco, accionista y/o acreedor principal.

En tercer lugar, la inexistencia de mecanismos de disciplina más radicales, como el mercado de

capitales, puede inducir a ciertas empresas a un conformismo excesivo. Esto es cierto especialmente en aquellos casos en los que también falla la disciplina del mercado de los productos que la empresa ofrece. Sin embargo, si la rivalidad en el sector en el que la empresa opera es alta, este riesgo es inferior.

Una cuarta limitación del modelo basado en la intermediación bancaria es la tendencia a un exceso de inversión y, por tanto, de capacidad productiva en aquellos sectores en los que operan las empresas con financiación bancaria (Hoshi, Kashyap y Scharfstein, 1991). La razón es que la confianza en el apoyo de un inversor bancario puede llevar a situaciones de complacencia en la empresa y a prolongar indefinidamente una situación de mediocridad en la gestión de ésta.

Las supuestas ventajas de los bancos como accionistas o prestamistas de empresas no financieras han conducido a algunos autores (Kester, 1992, Porter, 1992) a argumentar la conveniencia de que los sistemas basados en el mercado de capitales –principalmente, en Estados Unidos– incluyan progresivamente elementos propios del sistema basado en la intermediación bancaria, como un modo de mantener tasas elevadas de inversión y de incrementar la competitividad de las empresas (4).

III. BANCOS UNIVERSALES: SUS PROBLEMAS DESDE LA ÓPTICA DE LA ESTRATEGIA CORPORATIVA

El concepto de estrategia corporativa se refiere a la estrategia de grupos de empresas que integran en su seno más de una unidad de negocios con una independencia económica o jurídica mayor o menor, según los casos (Chandler, 1962; Andrews, 1971). Este es el caso de los bancos universales, que, bajo una forma jurídica concreta, agrupan diversas divisiones o unidades de negocio. El rasgo importante de esta definición es la existencia de más de una unidad de negocio, entendiéndose por unidad de negocio una empresa o división de una empresa que compite en un sector determinado, tratando de servir a los posibles clientes con un conjunto de productos en unos mercados. Las unidades de negocio se caracterizan, por tanto, por una determinada combinación de productos, clientes y mercados. Por consiguiente, el concepto de estrategia corporativa es de aplicación inmediata a un banco universal que combina varias unidades de negocio diferentes.

La estrategia corporativa tiene como elementos centrales la definición de una misión para el grupo de empresas, la selección de los negocios en los que el grupo participará, la creación de competencias diferenciales únicas en cada negocio y la coordinación entre las diferentes unidades de negocio.

Esta visión de la estrategia corporativa tuvo una buena recepción por parte de grandes y medianas empresas en Estados Unidos y en Europa durante los años sesenta. El clima de crecimiento económico favorecía la entrada en actividades distintas de las propias de una empresa, de manera que ésta iba añadiendo nuevos negocios a los ya existentes.

La crisis del petróleo, y su impacto en el nivel de actividad económica y de inversión empresarial, exigieron un replanteamiento del sentido de la estrategia corporativa. A mediados de la década de los setenta, con unas economías industriales medio paralizadas por la crisis económica, las necesidades de inversión dentro de cada unidad de negocios comenzaron a crecer. Estas unidades, por tanto, comenzaban a competir entre sí para poder obtener los recursos necesarios para los propios proyectos.

La existencia de unidades de negocio con una dinámica competitiva diferente es el punto de arranque del concepto de cartera de negocios popularizado por el Boston Consulting Group. Esta empresa consultora desarrolló el concepto de matriz de negocios cuyas variables determinantes eran dos: su tasa de crecimiento y la cuota de mercado de la empresa. Entre las conclusiones prácticas para la dirección de empresas, es de destacar la recomendación de gestionar el grupo de empresas con una cartera equilibrada de unidades de negocios que puedan compartir los recursos financieros de todo el grupo. El grupo actuaría de este modo como un mercado de capitales interno.

En este contexto, aparece un primer estudio empírico de Rumelt (1974) en el que clasifica las estrategias de diversificación empresarial en dos grupos: decisiones de diversificación relacionadas —es decir, aquellas en las que el nuevo negocio tiene activos comunes con los negocios iniciales del grupo de empresas— y decisiones de diversificación no relacionadas. Rumelt muestra, con abundante evidencia empírica, que las primeras tienen unos resultados económicos claramente superiores a los de las segundas.

Estos resultados fueron una primera llamada de atención sobre los resultados de las decisiones de diversificación. Después de esta primera adverten-

cia, el propio Rumelt (1982) y otros autores (por ejemplo, Montgomery, 1985) se muestran más prudentes: en diversos estudios empíricos, concluyen que las decisiones de diversificación relacionada tampoco conducen sistemáticamente a resultados económicos superiores.

En el contexto de adquisiciones de empresas, Porter (1987), Kaplan y Weisbach (1992), Berger y Ofek (1995), y Comment y Jarrell (1995), entre otros, muestran que un porcentaje importante de las adquisiciones, al cabo de pocos años, han sido desastrosas para la empresa compradora, que acaba deshaciéndose de las empresas adquiridas. Es curioso observar cómo estos resultados académicos se presentan en un contexto preciso: la segunda mitad de la década de los ochenta, cuando en Estados Unidos y en Europa se estaba registrando una auténtica explosión de fusiones y adquisiciones de empresas que, en muchos casos, eran decisiones de diversificación no relacionada.

En este mismo contexto histórico, se produce un ataque furibundo contra el concepto tradicional de la empresa que cotiza en Bolsa, propiedad de muchos accionistas, y en particular contra las empresas diversificadas que no crean valor para el accionista. En paralelo, se produce la eclosión de los LBO (*leveraged buy-out*), o compras de empresas por parte de inversores externos que las adquieren con un elevado endeudamiento.

Jensen (1986, 1989) es el principal abogado en el campo académico de estas nuevas formas organizativas. Señala que las empresas que cotizan en Bolsa, con una gestión y una propiedad separadas, proporcionan a los directivos una excesiva discrecionalidad y, en ocasiones, cuando la empresa es rentable, deja en sus manos un exceso de recursos financieros que, en lugar de devolverse a los accionistas, se invierten en proyectos poco rentables. En otras palabras, la separación entre la propiedad y el control de las empresas, característica de los países industriales, se ponía en duda mediante un argumento sencillo: es conveniente alinear los incentivos de los directivos y de los accionistas. Como la redacción de contratos completos es compleja (Jensen y Murphy, 1990), Milgrom y Roberts, 1992), una solución alternativa es convertir a los directivos en accionistas, rompiendo así con la tradición de la separación de ambas funciones distintivas de la empresa moderna.

Este es el argumento principal de la denominada teoría del exceso de recursos generados (*free cash-flow theory*) propuesta por Jensen. Los LBO pueden ser más eficientes que las empresas públi-

cas diversificadas por varias razones. Primera, porque se produce una convergencia entre los intereses de los directivos y los intereses de los accionistas. Segunda, la financiación del LBO con deuda impone una disciplina financiera en la empresa, derivada del compromiso de devolución de los préstamos y del pago de sus gastos financieros, de manera que los directivos son mucho más cuidadosos en la selección de proyectos de inversión. Tercera, normalmente los LBO proceden a trocear las empresas diversificadas en cada una de sus unidades de negocio, de manera que el grupo deja de existir y, al ser la dirección de cada unidad de negocios más enfocada, la eficacia de la gestión puede crecer.

Estas explicaciones ponen en duda tres de las hipótesis básicas sobre las que descansaba el concepto tradicional de estrategia corporativa e, indirectamente, el concepto de banco universal.

Primera, la existencia de posibles sinergias entre distintos negocios, que conducirían a compartir costes o a generar un mayor volumen de ingresos para un nivel determinado de inversión o de gastos. Estas ventajas operativas parecen depender más del modo de dirigir un banco universal o un grupo de empresas que del propio concepto de banco universal.

Segunda, el valor de la contribución de la dirección central del banco universal o de un grupo corporativo. En efecto, bajo este nuevo enfoque, se consolida la opinión de que, en grupos diversificados, la contribución de la dirección corporativa a cada una de las unidades de negocio debe justificar la pertenencia de estas unidades a un grupo corporativo. Una cuestión central es si cada una de estas unidades, actuando independientemente del centro corporativo, puede generar tanto o más valor económico que estando dentro de un grupo.

Tercera, no es fácil lograr que la estrategia corporativa cree valor económico. La experiencia enseña que son cada una de las unidades de negocio del grupo las que compiten en sus sectores y mercados respectivos y crean valor económico para un banco universal o un grupo corporativo.

Las críticas dirigidas contra los grupos de empresas han provocado la necesidad de una reorientación del concepto de grupo de empresas, que se puede aplicar inmediatamente a los bancos universales.

La nueva concepción de estrategia corporativa replantea tres cuestiones esenciales. Primera, cuáles son las ventajas y desventajas que una unidad

de negocios obtiene por su integración en un banco universal o en un grupo de empresas. Segunda, cómo organizar y dirigir un grupo de empresas y, simultáneamente, crear valor durante este proceso. Tercero, cuáles son los límites y las fronteras de un grupo de empresas o, en otros términos, cuál es el límite a su crecimiento.

Campbell, Goold y Alexander (1994) han intentado ofrecer algunas respuestas a estas cuestiones. Estos autores se han basado, principalmente, en las aportaciones recientes al campo de la estrategia empresarial conocidas como la teoría de la empresa o de la estrategia basada en los recursos (*the resource-based theory of the firm*). Sin embargo, estas explicaciones no son definitivas y los fracasos de empresas diversificadas y, en particular, de bancos universales, durante la década de los ochenta y los primeros años de esta década vuelven a plantear la cuestión de si tienen sentido o no los grupos de empresas desde el punto de vista de la eficiencia.

En el recuadro "Un modelo de estrategia corporativa de un banco universal", presentamos un modelo sencillo que formaliza los argumentos discutidos sobre la estrategia corporativa de un banco universal. Este modelo muestra el conflicto entre beneficios (en forma de sinergias) y costes (principalmente, organizativos) de un banco universal en relación con un banco especializado.

IV. LOS BANCOS UNIVERSALES: SUS PROBLEMAS DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA ECONOMÍA DE LAS ORGANIZACIONES

Desde el punto de vista de la Economía de las Organizaciones, un banco universal, siguiendo la terminología general desarrollada por Alchian y Demsetz (1972), puede considerarse como un nexo de contratos con dos tipos esenciales de vínculos. Primero, los vínculos entre los trabajadores del banco y las distintas entidades jurídicas —si existe más de una— en las que aquéllos prestan sus servicios profesionales. Segundo, los vínculos, legales o puramente organizativos, entre las distintas unidades de negocio del banco universal.

En particular, cuando un banco universal se estructura según la forma de una compañía *holding*, estos vínculos son los que relacionan a cada unidad de negocios con la compañía *holding*, así como los vínculos organizativos o legales adicionales que puedan vincular entre sí las distintas uni-

UN MODELO DE ESTRATEGIA CORPORATIVA DE UN BANCO UNIVERSAL (*)

Consideremos un banco universal con una dirección corporativa centralizada que diversifica actividades en dos divisiones: la división A y la división B. Estas divisiones pueden corresponder, como en el caso anterior, a la división de banca comercial y a la división de banca corporativa o de empresas. Supongamos que ambas divisiones pueden compartir ciertos recursos o inversiones.

El beneficio esperado de la división A es B_A . Este beneficio puede llegar a ser mayor, $B_A + \alpha$, si la división A está dispuesta a invertir, por ejemplo, en sistemas de información la cantidad I_A . La probabilidad de α es P_1 .

Por su parte, la división B tiene unos beneficios esperados iguales a B_B . Sin embargo, si esta división gasta la cantidad I_B en sistemas de información, sus beneficios pueden aumentar hasta $B_B + \beta$ con probabilidad P_2 .

Además, como resultado de las interrelaciones entre las divisiones A y B, este aumento de la inversión de B en sistemas de información (o de cualquier otro gasto o inversión que pueda ser compartido por ambas divisiones) puede provocar un aumento α_c de los beneficios de A, con una probabilidad P_c .

Sin embargo, la división A está más interesada en invertir en su propio sistema de información que en aprovecharse de modo marginal del que desarrolle B. Vamos a suponer que esta relación es asimétrica: si A invierte en su propio sistema de información, el valor para B es nulo. Una posible razón es que la adaptación para B de la información útil para A sea muy difícil o inútil. Suponemos que A y B amortizan las inversiones I_A e I_B en n años.

Si la división B lleva a término su proyecto de inversión, y éste tiene un impacto positivo α_c para A con probabilidad P_c , en este caso el beneficio de A será $B_A + \alpha_c$. Suponemos que para la división A es preferible llevar a término su propia inversión I_A , aunque para el banco universal puede ser interesante olvidarse de la inversión de la división A si la inversión en B es satisfactoria.

Para el conjunto de la corporación o banco universal, el beneficio total será la suma de los beneficios de ambas unidades de negocios, menos el coste C de dirección y coordinación. En particular, el valor para el banco universal de las decisiones de la división B en un periodo i cualquiera es el siguiente:

$$B_B - \frac{I_B}{n} + \beta P_2 + \alpha_c P_c P_2 \quad [1]$$

$$B_B - \frac{I_B}{n} + \beta P_2 \quad [2]$$

La ecuación [2] muestra el valor de la inversión de la división B cuando ésta no tiene ningún resultado positivo para A. Por su parte, el valor de las decisiones de A para el banco será:

$$B_A - \frac{I_A}{n} + \alpha P_1 - \alpha_c P_1 P_2 P_c \quad [3]$$

$$B_A - \frac{I_A}{n} + \alpha P_1 (1 - P_2) \quad [4]$$

La ecuación [3] muestra la contribución al valor de la empresa de A cuando tanto la decisión de A como la de B son positivas. La ecuación [4] representa el valor de A para el banco cuando la decisión de inversión de A arroja resultados positivos, mientras que la de B no.

El valor para la empresa de ambas decisiones dependerá de si la división B obtiene resultados satisfactorios que beneficien o no a A, pues este factor tiene implicaciones en la división A.

En el caso de que la división B no obtenga resultados satisfactorios para A, los beneficios del grupo corporativo B serán:

$$B = BT_A + BT_B - C = B_A - \frac{I_A}{n} + \alpha P_1 (1 - P_2) + B_B - \frac{I_B}{n} + \beta P_2 - C \quad [5]$$

Por tanto, al grupo corporativo le interesará gestionar ambas divisiones siempre que se cumpla que

$$\alpha P_1 (1 - P_2) + \beta P_2 > C \quad [6]$$

Para valores $\alpha + \beta < C$, la estrategia corporativa carece de sentido siempre. Si $\alpha + \beta > C$, el resultado final dependerá de los valores de las respectivas probabilidades. En principio, cuanto más baja sea P_2 y más alta P_1 , mayor será la posibilidad de que se cumpla [6].

Por el contrario, cuando la empresa B obtiene resultados satisfactorios para A, los beneficios para el grupo serán:

$$B = BT_A + BT_B - C = B_A - \frac{I_A}{n} + \alpha P_1 - \alpha_c P_1 P_2 P_c + B_B - \frac{I_B}{n} + \beta P_2 + \alpha_c P_c P_2 - C \quad [7]$$

Por tanto, al grupo corporativo le interesará agrupar y dirigir coordinadamente las dos divisiones siempre que:

$$\alpha P_1 - \alpha_c P_1 P_2 P_c + \beta P_2 + \alpha_c P_c P_2 > C \quad [8]$$

Agrupando términos,

$$\alpha P_1 + \beta P_2 + \alpha_c P_c P_2 > C + \alpha_c P_1 P_2 P_c \quad [9]$$

Los resultados obtenidos permiten discutir (de manera sólo tentativa) en qué condiciones un banco universal podría poseer ventajas claras sobre un banco especialista. En particular, el resultado esperado en [9] sugiere que al banco universal le interesará aumentar la complejidad de sus operaciones y gestionar coordinadamente sus operaciones siempre que los beneficios de que ambas divisiones lleven adelante sus proyectos, más los beneficios de las supuestas sinergias, $\alpha_c P_2 P_c (1 - P_1)$, sean superiores a los costes de coordinación más los costes de incurrir en un gasto adicional $\alpha_c P_1 P_2 P_c$ cuando ambas unidades implantan los dos proyectos de inversión.

(*) ROTEMBERG y SALONER (1994) han presentado, en un modelo multiperíodo, las ventajas de una estrategia enfocada sobre una estrategia de diversificación en el caso de un grupo de empresas. El modelo que presentamos es un caso particular de aquél.

dades de negocio. Un ejemplo de este último caso serían las relaciones entre la división de banca comercial y la división de banca de empresas dentro de un banco universal.

De los dos tipos de vínculos mencionados anteriormente, en este apartado nos interesa considerar los relativos a las relaciones entre las distintas unidades de negocio amparadas bajo una misma compañía matriz y esta empresa matriz, que actúa a modo de centro corporativo. Dejaremos, por tanto, de lado las relaciones contractuales entre los empleados y las distintas sociedades mercantiles con las que opera el banco universal que consideramos.

Comencemos con una cuestión muy general. ¿Cuál es la razón de la existencia de bancos universales? En principio, un banco especializado existe porque el coste de organizar las actividades de intermediación financiera a través de una empresa son menores que si estas actividades fuesen organizadas y ejecutadas en mercados abiertos (5). La existencia de un banco universal, en cambio, no puede justificarse por las mismas razones. Es más, un banco universal solamente tiene sentido en la medida en que la dirección de las distintas unidades de negocio que abarca sea más eficiente dentro del banco universal que operando cada una de un modo independiente, como si fueran bancos especializados. En este apartado, discutiremos los principales problemas organizativos de un banco universal que pueden limitar o anular algunas de sus supuestas ventajas.

El primer problema específico de los bancos universales son los problemas de agencia (6) que se generan entre los directivos del centro corporativo y los directivos de cada una de las unidades de negocio. En general, los problemas de agencia aparecen en cuanto se produce una separación entre el propietario o responsable último en una organización y el directivo o empleado que debe ejecutar ciertas acciones para llevar a término los planes trazados por el propietario o el responsable último (7). El principal ofrece al agente un contrato para que éste lleve a término una determinada actividad. A su vez, el agente podría tener información que el principal no posee. Esta situación de información asimétrica puede ser de dos tipos. El primero es que el agente tenga información privada, lo que conduce a problemas de selección adversa. El segundo es que el principal no pueda controlar las acciones del agente, lo que genera el problema conocido como riesgo moral.

Estos problemas de agencia son de naturaleza distinta de los que se plantean dentro de un banco especializado con una estructura organizativa más sencilla. En este último caso, el problema de agencia consiste en que los incentivos que tienen los directivos de cada una de las unidades de negocio de un banco universal pueden ser o no compatibles con los objetivos generales del centro corporativo

Los costes de agencia en un banco universal (además de los costes de no poder actuar según una solución de primer óptimo) consisten en los costes de diseñar los contratos explícitos entre el centro corporativo y las unidades de negocio, el coste de su supervisión y el coste de asegurar el cumplimiento de los compromisos adquiridos. Normalmente, los contratos no tienen, en este caso, validez jurídica alguna –salvo excepciones en las que así lo establezca el centro corporativo–, sino que tienen que ver con el establecimiento de sistemas de objetivos y políticas, métodos de evaluación del rendimiento y sistemas de remuneración que el centro corporativo decide aplicar a la unidad de negocios correspondiente.

Un segundo problema de los bancos universales, relacionado con el hecho de que los distintos agentes involucrados poseen información asimétrica (8), es el problema del riesgo moral. Según hemos apuntado anteriormente, el problema de riesgo moral surge cuando quienes disponen de información relevante dentro de la organización tienen intereses que son diferentes de los que tienen los responsables de tomar una decisión con aquella información. Esta situación abre la puerta a un posible comportamiento oportunista, por el cual quien posee la información podría manipularla para que la decisión que otro individuo debe tomar le beneficie.

El riesgo moral (9) es un problema clásico en una compañía de seguros o en un banco comercial que acepta depósitos: la existencia de un fondo que garantiza a los depositantes el importe total o parcial de aquéllos en caso de que el banco quiebre, podría inducir a ciertos bancos a adoptar políticas de inversión excesivamente arriesgadas. La razón es que los directivos del banco saben que si el banco quiebra no se producirá pánico financiero alguno, pues el fondo de garantía asegura el importe de los depósitos.

En el caso de un banco universal, los problemas de riesgo moral se pueden dar entre las unidades de negocio y el centro corporativo. Por ejemplo, en operaciones financieras que exijan un elevado gra-

do de descentralización para poder tomar decisiones rápidas –como sería el caso de operaciones en los mercados de divisas, en los mercados de derivados o en los mercados monetarios–, es necesaria una gran descentralización y una asignación de recursos que las distintas unidades manejarán autónomamente. En este caso, se plantean dos dimensiones diferentes del problema de riesgo moral.

La primera dimensión es la naturaleza de la información que va de la unidad de negocios al centro corporativo. El problema es que esta información suele trasladarse a posteriori, es decir, una vez ya han sido realizadas las operaciones. Por tanto, una vez efectuadas las operaciones, sean buenas o malas para el banco, las decisiones ya son irreversibles, y sólo pueden ser compensadas, si han sido negativas, con operaciones más acertadas en el futuro.

Además, en estas operaciones, el agente o agentes de la unidad de negocios suelen tener una prima adicional en función de los beneficios que logran, mientras que no se les suele detraer parte del sueldo fijo si pierden dinero. En otras palabras, su estructura de ingresos es asimétrica, y beneficia la toma de decisiones de alto rendimiento, que son las que tienen alto riesgo. Sin embargo, quien soporta las consecuencias de los resultados negativos en operaciones de alto riesgo no es el agente, ni la unidad en la que opera el agente, sino el banco universal en su conjunto.

Estamos, pues, ante un caso claro de riesgo moral en un banco universal. Obsérvese que este problema también puede existir en una compañía financiera especializada entre los agentes y los propietarios de la compañía. Sin embargo, la existencia de bancos universales plantea problemas adicionales como los que acabamos de describir.

Un tercer problema organizativo de los bancos universales consiste en los costes de coordinación de las distintas unidades de negocio. En general, los problemas de coordinación surgen de la especialización del trabajo de las personas o de las distintas unidades dentro de una organización (10).

Cada persona o división suele disponer de una información parcial e incompleta acerca del resto de la organización, por lo que resulta imprescindible encontrar fórmulas que permitan compartir dicha información y lograr acciones eficientes. Un objetivo específico de esta coordinación en un banco universal es lograr que las supuestas sinergias que existen entre las distintas unidades de nego-

cio lleguen a cristalizar en unos costes conjuntos inferiores o en unos ingresos superiores.

Nuevamente, el problema de coordinación, que es un problema clásico de cualquier organización (Williamson, 1975), presenta, en el caso de los bancos universales, matices especiales que lo hacen distinto del problema de coordinación dentro de un banco especializado.

Las soluciones a los problemas de coordinación son de tres tipos. Primero, un diseño de la organización que tenga en cuenta las distintas exigencias de información que tiene cada uno de los agentes involucrados en el proceso. Segundo, la parcelación de las responsabilidades de cada uno de los agentes. Tercero, la puesta en funcionamiento de canales de comunicación formales entre los distintos agentes involucrados. Por último, el establecimiento de los mecanismos de control y remuneración.

Un cuarto problema organizativo clave en un banco universal es el problema de motivación, en un doble nivel organizativo. En primer lugar, entre los empleados de una misma división. Éste es un problema común en cualquier banco especializado, por lo que no lo discutiremos aquí.

En segundo lugar, el problema de los distintos sistemas de compensación y las distintas pautas de carreras profesionales que directivos del mismo nivel y capacitación siguen en la unidad de banca comercial, por ejemplo, o en la unidad de banca de inversiones. Se trata de dos negocios con características competitivas diferentes y con capacidades exigibles distintas. Es lógico, por tanto, que los sistemas de motivación sean diferentes. Sin embargo, estas diferencias podrían generar cierta desconfianza entre los directivos de las distintas divisiones, lo cual podría destrozar las posibilidades de colaboración entre los diferentes negocios.

Relacionado con el problema de la motivación, aparece otro problema en los bancos universales. Se trata del diseño de procedimientos de premios y castigos dentro de la organización para evitar comportamientos oportunistas o interesados, por parte de los agentes decisores, que vayan en detrimento del conjunto del banco.

En general, éste también es un problema que tiene planteado cualquier organización: se trata de cómo establecer un sistema de incentivos que sea eficiente, es decir, que no haya otro que pueda conseguir mejores resultados (11).

Finalmente, en los bancos universales, existe un problema específico de todas las organizaciones complejas. Se trata de los llamados costes de influencia (12). Los costes de influencia pertenecen al problema más general de las llamadas actividades de búsqueda de rentas; es decir, aquellas actividades que no son productivas y que pretenden alterar la distribución de la renta o de ingresos entre distintos grupos de individuos. La defensa de intereses proteccionistas para ciertos sectores de la economía es un ejemplo claro de una actividad de búsqueda de rentas (Tullock, 1967).

En el seno de organizaciones complejas, como puede ser un banco universal, los costes de influencia se manifiestan en aquellas actividades o decisiones que buscan trasladar costes o ingresos de unas unidades de negocio a otras.

Para que se den costes de influencia en una organización, es necesario que existan decisiones que establezcan los modos de repartir costes y beneficios dentro de la organización en su conjunto. Es evidente que estas decisiones existen en un banco universal (en general, en una empresa diversificada) y que son objeto de discusiones frecuentes entre directivos.

Si los costes de influencia son inevitables, la pregunta que surge es si se pueden controlar o puede minimizarse su impacto. Existen algunos criterios generales para lograr este objetivo: descentralizar al máximo el proceso de asignación de recursos y de toma de decisiones; intentar limitar las consecuencias negativas de las posibles redistribuciones de renta, por ejemplo, marcando estructuras de remuneración similares en todas las unidades del grupo corporativo; o establecer, o pactar, a priori, las políticas que afectan a la distribución de recursos con el compromiso de no revisar la decisión.

La propia naturaleza de estos criterios generales manifiesta que la probabilidad de que en la práctica funcionen es muy limitada. Es más, en ocasiones pueden crear rigideces innecesarias e, incluso, ineficiencias mayores que las que pretenden solucionar.

En este apartado hemos descrito algunos de los problemas de los bancos universales desde la perspectiva de la economía de las organizaciones. Para enfocar estos complejos problemas de diseño organizativo, resulta necesario combinar dos elementos imprescindibles. El primero consiste en adoptar aquellas formas organizativas que minimicen, a priori, los costes derivados de las ineficiencias descritas. Un modo concreto de hacerlo es a través de

una estructura organizativa de *holding* en la que cada negocio se convierte en una unidad con alto grado de autonomía, pero con unos sistemas de medición de resultados y unos mecanismos de recompensa y de promoción interna que faciliten la cooperación entre unidades de negocios; en otras palabras, se trata de diseñar unos sistemas que permitan, verdaderamente, aprovechar las posibles sinergias que puedan existir dentro de un banco universal.

El segundo elemento necesario para asegurar el buen funcionamiento de un banco universal es la eliminación de raíz de las ineficiencias antes descritas, como las procedentes de la información asimétrica, del riesgo moral, de los costes de influencia. El único modo de lograr este objetivo —o de orientar la organización hacia su consecución— es que los altos directivos de la organización creen las condiciones, tanto en el sistema formal como en el informal, para que en el banco universal haya oportunidades no sólo de ganar dinero, sino de aprender y de trabajar en un clima de confianza (13).

Las tres dimensiones son necesarias. Ninguna de ellas garantiza que se eliminen los problemas. Tampoco lo garantiza una adecuada combinación de las tres, aunque podemos decir que, cuando se da, las posibilidades de minimizar los conflictos y sus consecuencias son mayores que nunca.

Este último punto es importante. Las empresas son organizaciones dinámicas. Cuanto más complejas son, mayor dinamismo despliegan. Esto significa que las soluciones supuestamente óptimas obtenidas en ciertos modelos económicos son válidas bajo un conjunto de supuestos muy limitados y, normalmente, en un contexto estático. Sin embargo, la vida de las organizaciones reales muestra las características opuestas: no es posible establecer demasiados supuestos porque la realidad es variadísima y, además, el dinamismo de la organización adquiere, en ocasiones, un ritmo frenético.

A pesar de estas salvedades, los modelos económicos han aportado, en muchas ocasiones, conceptos de interés que han ayudado a definir mejor los problemas de organizaciones complejas y a plantear soluciones que, sin ser óptimas, puedan ser menos ineficientes que las ya existentes.

V. BANCOS UNIVERSALES, DIVERSIFICACIÓN DE ACTIVIDADES Y COSTES DE TRANSACCIÓN DENTRO DE UN GRUPO CORPORATIVO

El estudio académico de la diversificación de actividades dentro de un grupo de empresas arranca con Chandler (1962), quien propone un modelo según el cual la estrategia de una empresa determina su forma organizativa, y ambas sus resultados económicos.

Por su parte, Rumelt (1974) subraya en su investigación empírica que las empresas que acometen la diversificación en actividades relacionadas tienen resultados económicos superiores a los que emprenden una diversificación no relacionada. Este último resultado ha sido objeto de una controversia académica importante (14). Una de las razones de esta controversia es que los resultados de Rumelt no descontaban adecuadamente los efectos del sector en la rentabilidad de las empresas analizadas.

De otra parte, estos resultados contradecían un hecho constatable en la realidad empresarial: se trata del elevado número de empresas diversificadas en actividades no relacionadas, que aumentó especialmente entre finales de los años setenta y finales de los años ochenta, tanto en Estados Unidos como en Europa. Sin embargo, este fenómeno tiene un interés especial en el caso de los bancos universales. Estos bancos constituyen una forma especial de empresas diversificadas, con diversas unidades de negocio, más o menos relacionadas entre sí. Mediante una estrategia corporativa, explícita o no, el centro corporativo de un banco universal decide en qué negocios compite el banco, asigna recursos a cada negocio, controla sus resultados y delega, en mayor o menor medida, la responsabilidad de definir e implantar la estrategia de cada unidad de negocio.

Para comprender mejor el problema de la elección de la estrategia, y en particular la estrategia de diversificación de un banco universal, relacionada o no, presentamos un modelo basado en los conceptos desarrollados por la Economía de las Organizaciones (15).

De acuerdo con este enfoque, la elección de una estrategia, y de su forma organizativa subsiguiente para implantarla, depende de dos tipos de factores. De una parte, los costes derivados de diseñar la estrategia, definir los contratos correspondientes entre los diferentes agentes, perfilar la estructura organizativa y dirigir un nú-

mero más o menos complejo o amplio de negocios.

Estos costes, que denominaremos organizativos, tienen dimensiones diferentes, entre las cuales destacaremos tres. Primera, los costes de agencia derivados de la delegación de autoridad desde el centro corporativo a cada una de las unidades de negocio. Segunda, el problema de la racionalidad limitada, que, en este caso, se aplica no sólo a la dificultad de diseñar contratos completos, sino también a la dificultad de gestionar adecuadamente un número creciente de unidades de negocios. Tercera, las ventajas que las empresas especialistas pueden tener en cada uno de los negocios del grupo corporativo. Estas ventajas pueden estar asociadas al hecho de que soportan costes inferiores, bien porque no tienen los costes del centro corporativo, bien porque la especialización de actividades les aporta ciertas economías de escala o de experiencia. Asimismo, dentro de este capítulo de ventajas de los especialistas, no se puede despreciar el que la especialización permite, en principio, una proximidad al mercado y a los clientes que facilita un proceso más rápido de toma de decisiones.

Por consiguiente, los costes organizativos, relacionados con la organización y ejecución de determinadas transacciones dentro de un grupo corporativo en lugar de hacerlo en mercados abiertos, imponen un lastre adicional al grupo corporativo.

Sin embargo, los costes organizativos no son el único factor a analizar en esta elección. El segundo factor que debemos considerar son los beneficios derivados de la elección de la estrategia y de la forma organizativa correspondiente. El beneficio más conocido de una estrategia de diversificación suele ser el que se conoce con el concepto de sinergias entre dos o más unidades de negocio diferentes. Estas sinergias consisten, principalmente, en la posibilidad de lograr economías de gama o alcance entre aquellas unidades de negocio, porque comparten activos fijos o gastos fijos no utilizados plenamente, cuya venta en un mercado organizado es imposible (16). En general, existen economías de gama en la producción o distribución de dos bienes X_1 y X_2 si $C(X_1, X_2) < C(X_1, 0) + C(0, X_2)$; es decir, los costes de la producción (o distribución) conjunta de los dos bienes son inferiores al resultado de la suma de los costes de su producción (o distribución) separada (Willig, 1979).

Otra ventaja potencial de estas sinergias puede ser que la agrupación de las unidades bajo una misma dirección corporativa les permita obtener

ingresos adicionales. Este sería el caso de los gastos en publicidad en una marca corporativa común para dos o más unidades de negocio, en la posibilidad de compartir información sobre clientes comunes o, finalmente, en el acceso conjunto a canales de distribución.

Sin embargo, las sinergias no son el único beneficio posible. Existen, al menos, tres beneficios adicionales que pueden darse en estrategias de diversificación. El primero es la constitución de un mercado de capitales interno, al que ya hemos hecho referencia en una sección anterior. La ventaja principal de los mercados internos de capitales es que permiten superar, en parte, los problemas derivados de la información asimétrica en la que se encuentran los inversores de los mercados de capitales en relación con las empresas cuyas acciones poseen.

Ésta es una de las consecuencias de la separación entre propiedad, control y gestión en las corporaciones modernas. Un aspecto crítico en esta ventaja es que cuando una corporación intenta materializarla, los gastos asociados a su implantación tienden a aumentar considerablemente. La razón es que el coste de monitorización y control de la empresa que realizan los mercados de capitales es internalizado por el grupo de empresas, aumentando sus costes organizativos.

Por tanto, el beneficio de una mejor monitorización deberá ser superior a los costes correlativos de su diseño e implantación. De lo contrario, será preferible para los accionistas del grupo corporativo que éste externalice dichas funciones de monitorización y control.

Otro beneficio posible de una estrategia de diversificación no relacionada surge de la posibilidad de lograr costes totales inferiores o beneficios totales superiores gracias a la integración de dos unidades de negocio consecutivas en la cadena de valor añadido. Este último beneficio corresponde al caso de la integración vertical.

Un tercer beneficio de la estrategia de diversificación es que limita el riesgo de sustitución de los productos de una división por nuevos productos de evolución incierta. Si la empresa —o el banco— decide ofrecer estos nuevos productos o servicios, el problema de la sustitución de los productos o servicios actuales por otros nuevos disminuye. También se mitiga, por tanto, el problema del declive de la división correspondiente afectada por la sustitución.

Para formalizar las relaciones entre costes y beneficios derivados de la diversificación de un

banco, presentamos a continuación las siguientes relaciones. Distinguiremos tres posibles situaciones desde el punto de vista del banco. La primera situación corresponde al caso en el que los accionistas tienen la propiedad de cada uno de los negocios, que, a su vez, muestran una independencia jurídica y económica completa.

Se trata de bancos especializados donde no existen ni beneficios derivados de la diversificación ni costes organizativos asociados a ella. En el caso de que el banco tenga un exceso de recursos generados (Jensen, 1986), sus accionistas pueden optar por una reducción del capital o un pago mayor de dividendos. Los accionistas son los únicos responsables de la posible decisión de aumentar la diversificación de sus inversiones financieras.

La segunda situación corresponde al caso de un banco universal con varias unidades de negocio todas ellas relacionadas entre sí: se trata del caso de una diversificación relacionada. Los costes asociados a la diversificación bancaria se pueden expresar mediante la ecuación

$$C(d) = f(D, L, S, M) \quad [10]$$

donde $C(d)$ es el coste específico asociado a la diversificación de actividades, D es el número de unidades de negocio existentes en el banco, L es el número e intensidad de relaciones entre las distintas unidades de negocio, S es el volumen de ingresos del grupo y M son los costes diferenciales asociados a la monitorización de las distintas unidades desde el centro corporativo.

La variable D permite una primera aproximación a los problemas de gestión del banco universal, bajo la hipótesis de que cuanto mayor sea el número de unidades de negocio, relacionadas o no, mayores serán los costes organizativos asociados al grupo. La variable L refleja el número de relaciones entre las distintas unidades. Lógicamente, cuanto mayor sea su número, mayor será su complejidad. La variable S es otro indicador de la complejidad del banco, expresada en términos de la dimensión del grupo, que medimos por el volumen de ingresos. Por tanto, la primera derivada parcial de la función $C(d)$ respecto de las cuatro variables es negativa.

Por su parte, la función de beneficios de un banco universal se puede expresar así:

$$B(d) = g(D, G, S_c) \quad [11]$$

La variable D indica el número de divisiones del grupo. La variable G expresa la reducción de los costes del grupo derivada de la posibilidad de com-

partir inversiones o gastos. Por su parte, S_c es un indicador del posible aumento de los ingresos de las diferentes unidades de negocio del banco como consecuencia de la decisión de diversificación.

El signo de las relaciones de la función de beneficios es el siguiente: los beneficios aumentan cuando disminuye el número de divisiones D o cuando aumentan G o S_c . La relación inversa entre $B(d)$ y D es la siguiente: los beneficios marginales de la diversificación bancaria disminuyen a medida que ésta aumenta. La lógica económica de esta hipótesis es que las posibilidades de realizar sinergias entre divisiones disminuye a medida que aumenta el número de divisiones: cada vez resultará más difícil encontrar negocios relacionados con los que se puedan realizar sinergias.

Una aproximación simple al equilibrio es que el beneficio marginal $B'(d)$ debe ser igual al coste marginal $C'(d)$ de la diversificación bancaria. Si consideramos que L , S , G y S_c son constantes a corto plazo, el equilibrio se alcanzará cuando $\partial C(d) / \partial D = \partial B(d) / \partial D$. Gráficamente, este equilibrio se expresaría tal y como se muestra en el gráfico 1. Lógicamente, el sentido de este equilibrio es meramente intuitivo: la razón es que el número de divisiones es, por definición, discreto. Señalemos que este problema se puede resolver, por ejemplo, al asignar un coeficiente que pondere cada división por su volumen de ventas.

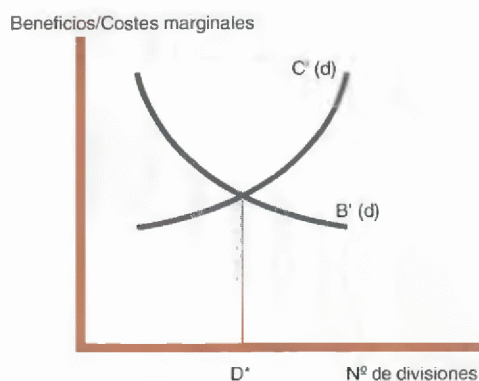
El equilibrio a corto plazo viene indicado por el número de divisiones D^* óptimo. Este número de divisiones dentro de un banco universal puede experimentar variaciones debido a los cambios de las variables que aparecen en las funciones de costes y beneficios anteriores, y que, para facilitar la exposición, hemos considerado fijas, como son los costes de monitorización, el volumen total de ingresos o la posibilidad de compartir costes.

Consideremos ahora el caso de la diversificación bancaria no relacionada (por ejemplo, un banco que participa en el capital de una empresa no financiera). En este caso, las únicas ventajas asociadas a la diversificación son las derivadas del mercado interno de capitales que el banco intenta establecer. La dirección corporativa del banco se convierte, así, en un sustituto del mercado de capitales, al asignar recursos a las diferentes divisiones en función de las oportunidades que puede identificar en cada uno de los negocios de la empresa.

En este caso, la función de costes de la diversificación bancaria será

$$C(d) = k (RM-RG, S, M) \quad [12]$$

GRÁFICO 1
BENEFICIOS Y COSTES MARGINALES DE LA DIVERSIFICACIÓN RELACIONADA



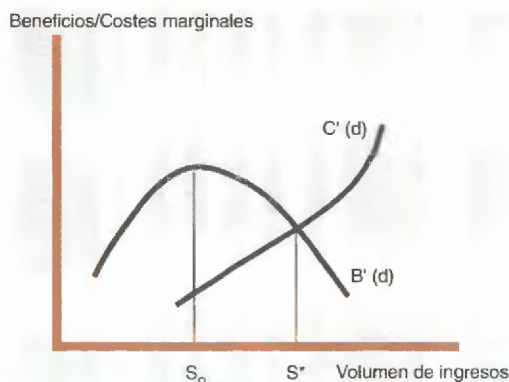
RM-RG es la diferencia entre la rentabilidad media de las empresas del sector que compiten en cada negocio en los que está operando el banco universal y la rentabilidad del banco. Esta variable es una aproximación al posible coste de oportunidad relacionado con la supuesta mejor asignación de recursos por parte del mercado de capitales. Las variables S y M son las mismas que en el caso anterior. Los costes de diversificación varían con el mismo signo cuando lo hacen las variables independientes consideradas. Por tanto, la función $C(d)$, en el caso de la diversificación no relacionada, excluye las variables D (que aparece, indirectamente, en este caso, bajo la variable S) y L (relaciones entre unidades de negocio, que en este caso no existen) e incluye el coste de oportunidad de los capitales que se manejan en el mercado de capitales interno.

Por su parte, la función de beneficios de la diversificación bancaria no relacionada será

$$B(d) = q (C_c, O, S) \quad [13]$$

C_c representa el diferencial de coste de capital entre el coste de los recursos financieros en un mercado organizado y el coste de los recursos para el banco. Suponiendo que la diferencia entre ambos costes sea positiva, los beneficios de la diversificación crecerán cuando C_c aumente. Por su parte, O representa la rapidez de reacción para invertir o desinvertir en negocios en cuanto la dirección del banco identifica oportunidades que los mercados no perciben con la misma rapidez. Por tanto, la relación entre $B(d)$ y O será también posi-

GRÁFICO 2
BENEFICIOS Y COSTES MARGINALES
DE LA DIVERSIFICACIÓN NO RELACIONADA



tiva. Por último, S es, como antes, el volumen de ingresos total del grupo bancario. Suponemos que la relación entre ingresos y beneficios es positiva hasta un cierto volumen de ingresos S_0 , a partir del cual los beneficios de la diversificación empezarán a disminuir. La explicación es que al grupo corporativo le puede resultar cada vez más difícil encontrar nuevas oportunidades de negocio con mayor o igual rentabilidad que los anteriores.

Suponemos que $RM-RG$ es función del coste de capital diferencial C_c . En este caso, podemos sustituir $RM-RG$ en la ecuación de costes por $RM-RG = m(C_c)$. A su vez, suponemos que la variable O depende de la monitorización a que la dirección corporativa del banco someta a las distintas unidades de negocio, según la función $O = n(M)$.

Mediante estas hipótesis, podemos encontrar un óptimo de primer orden entre los costes y los beneficios de la diversificación bancaria. Suponiendo constantes a corto plazo $RM - RG$, M , C_c y O , el grado óptimo de diversificación se alcanzará cuando $\partial B(d) / \partial S = \partial C(d) / \partial S$. En este caso, habrá dos soluciones óptimas, según $S \geq S_0$, ó $S \leq S_0$. Gráficamente, los beneficios de la monitorización más eficiente aumentarán hasta un volumen de ingresos S_0 a partir del cual comenzarán a disminuir. Por su parte, los costes de diversificación aumentarán por la misma razón. El gráfico 2 muestra un nuevo equilibrio alcanzado S^* bajo los supuestos descritos anteriormente.

En este apartado, hemos sintetizado en un modelo sencillo la lógica de un banco universal y

las variables críticas en la elección de una estrategia de diversificación. En particular, hemos presentado el conflicto entre costes y beneficios de la diversificación desde la perspectiva de las sinergias operativas y de los costes organizativos.

La estrategia de diversificación relacionada de un banco universal consistirá en el despliegue de un conjunto de actividades financieras con una cierta conexión. Un caso concreto es el de un banco universal con una unidad de banca comercial, una unidad de banca de empresas y una unidad de mercado de capitales.

La estrategia de inversión no relacionada podría consistir en la adición de un negocio que suponga una inversión como accionista en empresas no financieras. Este es el caso que corresponde a las denominadas corporaciones banca-industria. En este contexto, la principal diferencia entre financiar a una empresa no financiera con préstamos o con participación en su capital es que, en el segundo caso, el banco adquiere los derechos residuales derivados de la propiedad, mientras que con su actividad de prestamista se dedica a la intermediación financiera y a la monitorización de riesgos.

En ambos casos (diversificación relacionada y diversificación no relacionada), los bancos universales deben afrontar costes organizativos notables, que en ocasiones superarán los supuestos beneficios derivados de la estrategia corporativa de un grupo bancario. En último término, la reducción de aquellos costes no depende tanto de una estrategia corporativa brillante como de una capacidad de gestión en la dirección corporativa que aporte valor a las unidades del grupo bancario.

VI. CONCLUSIONES

Una de las cuestiones que ha acaparado el reciente debate sobre el futuro de los bancos es la conveniencia de que éstos inviertan en el capital de empresas no financieras. Esta decisión podría favorecer a las empresas receptoras de esta inversión de modos diversos: podrían disponer de fondos comprometidos a largo plazo, quizás a un coste inferior al que ofrecen los mercados de capitales; resolverían problemas de falta de información que tienen los mercados cuando evalúan el potencial de la empresa; o bien contarían con un accionista realmente interesado en la evolución de los resultados de la empresa, lo cual podría facilitar un eventual cambio estratégico o un proceso de reestructuración.

Estas supuestas ventajas de la participación de los bancos en el capital de las empresas parecen razonables. Su limitación más importante, sin embargo, es que no consideran si esta decisión es también conveniente para el banco. Conviene asimismo preguntarse si una diversificación relacionada o no relacionada de actividades tiene sentido para un banco.

Las razones que pueden llevar a un banco –por ejemplo, un banco comercial tradicional– a invertir a largo plazo en empresas industriales son diversas: históricas, oportunidad en un momento determinado o decisiones explícitas del banco en busca de ciertas ventajas en eficiencia.

En este trabajo, hemos presentado la decisión de diversificación de un banco comercial en la financiación a largo plazo a empresas no financieras bajo dos perspectivas teóricas. De una parte, la diversificación como estrategia corporativa. De otra, la diversificación bajo la óptica de los problemas que plantea la Economía de las Organizaciones. Ambas perspectivas subrayan con bastante claridad las dificultades que entraña un banco universal, tanto desde un punto de vista estratégico como desde un punto de vista organizativo.

Las conclusiones provisionales que podrían extraerse de los enfoques discutidos y de los modelos planteados son dos. *Primera*, la conveniencia de la inversión a largo plazo de los bancos en empresas no financieras debe estudiarse, no sólo desde el punto de vista de las empresas, sino también de los bancos. *Segunda*, la dificultad de diseñar e implantar estrategias corporativas exitosas por parte de los bancos universales y los problemas derivados de los costes organizativos son una llamada de prudencia a los bancos universales diversificados.

Los costes organizativos de un banco universal en los años noventa son elevados, y los beneficios derivados de una mayor eficiencia resultan difíciles de lograr. Sólo una calidad elevada en la gestión bancaria permitirá que estos beneficios sean superiores a los costes de una diversificación de actividades. Por tanto, la inversión a largo plazo de los bancos en empresas industriales sólo tendrá sentido si logran realizar los beneficios de la diversificación y minimizar los costes organizativos que aquella diversificación conlleva, tareas nada sencillas.

NOTAS

(*) Agradezco los valiosos comentarios que E. Ballarín, J. Gual y J. E. Ricart han efectuado a un borrador de este trabajo.

(1) La lista es muy larga. Entre los trabajos más recientes, destacamos los de BERGER y OFEK (1995), COMMENT y JARRELL (1995), y LANK y STULZ (1994).

(2) Véanse, principalmente, JENSEN y MECKLING (1976), DIAMOND (1984) y TIROLE (1993).

(3) DEMSETZ y LEHN (1985) no pueden confirmar empíricamente esta hipótesis, aunque otros autores sí que la han confirmado en otros contextos. Véanse SHLEIFER y VISHNY (1986), HILL y SHELL (1988), POUND (1992) y SALAS (1992), entre otros. LOWENSTEIN (1991) señala otro argumento en contra de esta tesis, según el cual muchos accionistas mayoritarios no dedican tiempo a las tareas de supervisión.

(4) Sin embargo, estos argumentos son vigorosamente discutidos por otros autores, que sostienen que los mercados de capitales son un mecanismo eficiente de gobierno de las empresas. Véanse ALLEN (1994) y MILLER (1994).

(5) Sobre el concepto de organización como alternativa al mercado, se puede ver COASE (1937) y ARROW (1974).

(6) Sobre la teoría de la agencia y los costes de agencia, se puede ver entre muchos trabajos, JENSEN y MECKLING (1976), HOLMSTROM (1979) y RICART (1979).

(7) A su vez, éstos pueden ser coincidentes o no con los objetivos de los accionistas propietarios del banco. Sin embargo, ahora no estamos discutiendo este último tipo de problema de agencia, sino el que se da entre las unidades de negocio y el centro corporativo de un banco universal.

(8) El problema más general de información asimétrica se encuentra también en los problemas de agencia antes descritos. En general, pueden distinguirse los problemas de información asimétrica precontractual (es decir, antes de que las dos partes lleguen a un acuerdo) y los problemas de información asimétrica postcontractual. Los problemas de riesgo moral son problemas postcontractuales.

(9) Pueden verse al respecto ARROW (1974) y PAULY (1968).

(10) Una formulación general de los problemas de asignación de recursos y coordinación puede verse en COOPER y JOHN (1988).

(11) De nuevo, en este caso es necesario efectuar una matización. En general, el concepto de eficiencia paretiana, definido como aquel estado que no es posible mejorar sin empeorar a alguno de los agentes que participan en él, es útil desde un punto de vista conceptual, pero poco práctico en la toma de decisiones. Un sistema de incentivos será más eficiente que otro bajo un conjunto determinado de circunstancias. Si éstas cambian, el sistema perderá esa mayor eficiencia que poseía.

(12) Véanse al respecto MILGROM (1988), y MILGROM y ROBERTS (1988).

(13) Estas dimensiones han sido tomadas del modelo conceptual sobre diseño y funcionamiento de organizaciones de PEREZ-LOPEZ (1993). En este trabajo, estas dimensiones reciben la denominación de eficacia, eficiencia y consistencia.

(14) Véanse, por ejemplo, CHRISTENSEN y MONTGOMERY (1981) y BETTIS (1981).

(15) Véanse WILLIAMSON (1975), JONES y HILL (1988), y COOPER y JOHN (1988), entre otros.

(16) Este es el caso descrito por WILLIG (1979) y BAUMOL, PANZAR y WILLIG (1982).

BIBLIOGRAFIA

ALCHIAN, A., y DEMSETZ, H. (1972), «Production, information costs and economic organization», *American Economic Review*, 62, páginas 777-795.

ALLEN, F. (1993), «Strategic management and financial markets», *Strategic Management Journal*, Special Issue, invierno, págs. 11-22.

- (1994), «Mercado de valores y asignación de recursos», en C. Mayer y X. Vives (ed.), *La intermediación financiera en la construcción de Europa*. Fundación BBV.
- ANDREWS, K. R. (1971), *The concept of corporate strategy*, Irwin, Homewood, IL.
- AOKI, M. (1988), *Information, incentives and bargaining in the Japanese economy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- ARROW, K. J. (1974), *Limits to organization*, Norton, New York.
- BAUMOL, W.; PANZAR, J., y WILLIG, R. (1982), *Contestable markets and the theory of market structure*, Harcourt Brace Jovanovich, New York.
- BERGER, P., y OFEK, E. (1995), «Diversification's effect on firm value», *Journal of Financial Economics*, 37 (1), págs. 39-66.
- BERGLOF, E. (1990), «Capital structure as a mechanism of control», en M. AOKI; B. GUSTAFSSON, y O. WILLIAMSON (eds.), *The firm as a nexus of treaties*, Sage, Londres.
- BETTIS, R. A. (1981), «Performance differences in related and unrelated diversified firms», *Strategic Management Journal*, 2, págs. 379-393.
- CAMPBELL, A.; GOOLD, M., y ALEXANDER, M. (1994), *Corporate level strategies*, John Wiley & Sons, New York.
- CANALS, J. (1993), *Competitive strategies in European banking*, Oxford University Press, Oxford.
- COASE, R. (1937), «The nature of the firm», *Economica*, 4, págs. 386-405.
- COMMENT, R., y JARRELL, G. (1995), «Corporate focus and stock returns», *Journal of Financial Economics*, 37 (1), págs. 67-87.
- COOPER, R., y JOHN, A. (1988), «Coordinating coordination failures in Keynesian models», *Quarterly Journal of Economics*, 103 (4), páginas 441-464.
- CHANDLER, A. (1962), *Strategy and structure*, MIT Press, Cambridge, MA.
- CHRISTENSEN, H. K., y MONTGOMERY, C. (1981), «Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure», *Strategic Management Journal*, 2, págs. 327-343.
- DEMSETZ, H. (1983), «The structure of ownership and the theory of the firm», *Journal of Law and Economics*, 26, págs. 375-390.
- y LEHN, K. (1985): «The structure of corporate ownership: Causes and consequences», *Journal of Political Economy*, 93, páginas 1157-1177.
- DIAMOND, D. W. (1984): «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51, págs. 393-414.
- (1991): «Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt», *Journal of Political Economy*, 99, páginas 688-721.
- GUAL, J. (1994), *La racionalización del sector bancario español*. Fundación BBV.
- HARM, C. (1992), «The financing of small firms in Germany», The World Bank. *Working Paper* 899.
- HELLWIG, M. (1991), «Banking, financial intermediation and corporate finance», en A. Giovannini y C. Mayer (eds.), *European financial integration*, Cambridge University Press, Cambridge.
- HILL, C., y SHELL, S. (1988), «External control, corporate strategy and firm performance in research – intensive industries», *Strategic Management Journal*, 9, págs. 577-590.
- HÖLMSTROM, B. (1979), «Moral hazard and observability», *Bell Journal of Economics*, 10 (1).
- HOSHI, T.; KASHYAP, A., y SCHARFSTEIN, D. (1991), «Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups», *Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), páginas 33-60.
- JENSEN, M. (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, 76 (2), págs. 323-339.
- (1989), «The eclipse of the public corporation», *Harvard Business Review*, septiembre-octubre, págs. 61-75.
- y MECKLING (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3, págs. 305-360.
- y MURPHY, K. (1990), «Performance pay and top management incentives», *Journal of Political Economy*, 98, págs. 225-264.
- JONES, G., y HILL, C. (1988), «Transaction cost analysis of strategy-structure choice», *Strategic Management Journal*, 9, págs. 159-172.
- KAPLAN, S., y WEISBACH, M. (1992), «The success of acquisitions: Evidence from divestitures», *Journal of Finance*, XLVII (1), págs. 107-138.
- KESTER, C. (1991), *Japanese takeovers*, Harvard Business School Press, Boston.
- (1992): «Governance, contracting and investment horizons: A look of Japan and Germany», mimeo, Harvard Business School.
- LANK, L., y STULZ, R. (1994), «Tobin's corporate diversification and firm performance», *Journal of Political Economy*, 102 (6), páginas 1248-1280.
- LOWENSTEIN, L. (1991), «Why managers should (and should not) have respect for their shareholders», *Journal of Corporation Law*, 17, páginas 1-27.
- MAYER, C. (1988), «New issues in corporate finance», *European Economic Review*, 32, págs. 1167-1189.
- MILGROM, P. (1988), «Employment contracts, influence activities and efficient organization design», *Journal of Political Economy*, 96 (1), páginas 42-60.
- y ROBERTS, J. (1988), «An economic approach to influence activities in organizations», *American Journal of Sociology*, 94, Supplement, págs. 154-179.
- (1992), *Economics, organization and management*, Prentice Hall, New York.
- MILLER, M. (1994), «Is American corporate governance fatally flawed?», *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (4), págs. 32-39.
- MONTGOMERY, C. (1985), «Product market diversification and market power», *Academy of Management Journal*, 28, págs. 789-798.
- PAULY, M. (1968), «The economics of moral hazard», *American Economic Review*, 58 (1), págs. 31-58.
- PÉREZ-LÓPEZ, J. A. (1993), *Fundamentos de dirección de empresas*, Editorial Rialp, Madrid.
- PORTER, M. E. (1987), «From competitive advantage to corporate strategy», *Harvard Business Review*, mayo-junio, págs. 43-59.
- (1992), *Capital choices*, Council of Competitiveness, Washington, D.C.
- POUND, J. (1992), «Beyond takeovers: Politics comes to corporate control», *Harvard Business Review*, 70, págs. 83-93.
- RICART, J. E. (1987), «Una introducción a los modelos de agencia», *Revista Española de Economía*, 4 (1), págs. 43-62.
- ROTEMBERG, J., y SALONER, G. (1994), «Benefits of narrow business strategies», *American Economic Review*, 84 (5), págs. 1330-1349.
- RUMELT, R. P. (1974), *Strategy, structure and economic performance*, Harvard Business School Press, Boston.
- (1982), «Diversification, strategy and profitability», *Strategic Management Journal*, 3, págs. 359-369.
- SALAS, V. (1992), «Incentivos y supervisión en el control interno de la empresa: Implicaciones para la concentración de su accionariado», *Cuadernos Económicos del ICE*, 52, págs. 127-146.

SAUNDERS, A., y WALTER, I. (1994). *Universal banking in the United States*, Oxford University Press, Oxford.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1986), «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, 94.

TIOLE, J. (1993), «On banking and intermediation», *European Economic Review*, 38, págs. 469-487.

TULLOCK, G. (1967), «The welfare costs of tariffs, monopolies and theft», *Western Economic Journal*, 5, págs. 224-232.

WILLIAMSON, O. (1975), *Markets and hierarchies*, Free Press, New York.

WILLIG, R. (1979), «Multiproduct technology and market structure», *American Economic Review*, 69 (2), págs. 346-351.

Resumen

La participación de los bancos en el capital de las empresas no financieras y los límites de la diversificación de los bancos universales son cuestiones que se plantean numerosas entidades financieras. En un contexto más amplio, las cuestiones críticas son si un banco universal tiene ventajas sobre un banco especializado y si una diversificación relacionada o no relacionada de actividades tiene sentido para un banco.

En este trabajo, se abordan estas cuestiones desde dos enfoques: el de la estrategia corporativa y el de la economía de las organizaciones. En ambos se concluye que la diversificación de los bancos tiene sentido si los beneficios derivados de la estrategia corporativa son superiores a los costes organizativos que aquélla conlleva.

Palabras clave: bancos universales, diversificación, estrategia corporativa

Abstract

The participation of banks in the capital of non-financial firms and the limits on the diversification of universal banks are questions raised by many financial institutions. In a broader context, the crucial issues are whether a universal bank has advantages over a specialized bank and whether the related or unrelated diversification of activities makes sense for a bank.

This paper addresses these issues from two standpoints: that of corporate strategy and that of organizational costs. In both cases, the conclusion is that the diversification of banks makes sense if the profits derived from corporate strategy are higher than the organizational costs entailed in diversification.

Key words: universal banks, diversification, corporate strategy.

JEL classification: G21, G32, M10.