



UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID

documentos
de
trabajo

Documento de Trabajo: 05-01
Serie de Economía de la Empresa 01
Julio 2005

Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid
Calle Madrid, 126
28903 Getafe (Spain)
Fax (34) 91 624 9807

Evolución de la relación banca-industria en España *

Miguel A. García Cestona ¹, Jordi Surroca y Josep A. Tribó ²

Abstract

Definir el papel que juega el sistema financiero en general, y los bancos en particular, a la hora de facilitar las inversiones y crecimiento de las empresas, impulsar la adopción de innovaciones tecnológicas y las mejoras en la productividad, o en la mejor supervisión de la actuación de los directivos ha sido siempre un tema que ha generado encendidos debates y para el que se han elaborado numerosas comparaciones internacionales. Se observan dos soluciones extremas a este problema: por un lado, el modelo anglo-americano, con mercados financieros importantes e instituciones financieras no tan involucradas en la propiedad o financiación de las empresas; y por otro lado el modelo germano-japonés, con un número reducido de bancos, de tamaño importante y que han jugado un papel más activo en la supervisión y control de las entidades no financieras con las que colaboran. El caso español correspondía, tradicionalmente, a una situación intermedia con bancos importantes pero no excesivamente involucrados y con la presencia de mecanismos de mercado de una cierta importancia, especialmente cuando lo comparábamos con la situación presente en otros países europeos.

En este trabajo intentamos ver hasta qué punto los bancos siguen siendo importantes en la financiación de las empresas, analizando sus participaciones accionariales y determinando hasta qué punto son accionistas activos y alternativos al mercado. En este sentido, una de las preguntas claves consiste en entender qué ha pasado con la estructura de propiedad de las empresas españolas y, en particular, de aquellas que cotizan en bolsa. Este es un elemento crucial ya que en la mayoría de países europeos es habitual una estructura de propiedad altamente concentrada y donde la caracterización de los grandes accionistas resulta relevante.

Otra cuestión que merece nuestra atención es la evolución de las grandes empresas de propiedad estatal, que durante la última década han experimentado importantes procesos de privatización, por otro lado generalizados en todas las economías. Los sectores de la energía, telecomunicaciones y transporte, entre otros, han visto cambios dramáticos en su propiedad. Dado su importante peso específico en la economía y mercados nacionales, analizaremos cómo ha afectado dicha privatización a los diferentes mecanismos de gobierno, la eficiencia y el valor de las empresas.

Palabras Clave: Banca, industria, relaciones financieras.

¹ Departament d'Economia de l'Empresa, Fac. CC. Econòmiques i Empresariales - Edifici B Universitat Autònoma de Barcelona 08193 Bellaterra (Cerdanyola del Vallès).

² Departamento de Economía de la Empresa. Universidad Carlos III, Calle Madrid 126 (28903) Getafe

E-mails: Miguel.Garcia.Cestona@uab.es, jsurroca@emp.uc3m.es y joatribo@emp.uc3m.es

Índice

1. Introducción
2. La intermediación bancaria frente a la orientación al mercado de capitales
3. El papel de los bancos: La financiación relacional
4. La Europa actual: Un sistema híbrido
5. El modelo español
 - 5.1. La relación banca—industria: la asimetría sector real y sector financiero
 - 5.2. La estructura de propiedad de la empresa española
 - 5.2.1. La empresa pública
 - 5.2.2. Las empresas cotizadas
 - 5.2.3. La relación entre las empresas y los bancos propietarios
 - 5.2.4. Gobierno de la empresa
 - 5.3. La estructura financiera de la empresa española

1 Introducción

En las últimas décadas, los mercados financieros europeos han experimentado un auge considerable, en particular los mercados de capitales. Así, el modelo financiero continental, también denominado relacional o de intermediación bancaria por el importante papel que juegan los bancos, ha ido dejando paso a un sistema híbrido con mercados de capitales cada vez más prominentes en la financiación de la actividad productiva. Los propios bancos han ido redefiniendo su papel de proveedores de capital en competencia con los mercados para convertirse en instituciones que complementan a los mercados al “acercar” los productos financieros que se negocian en ellos a los inversores finales. Hemos pasado así de una dicotomía de bancos *versus* mercados a una relación de bancos en los mercados.

La expansión de los mercados de capitales puede explicarse, en buena medida, por el aumento en las interdependencias entre economías desarrolladas, generadas tanto por el propio proceso de integración europea como por la interconexión entre diferentes sistemas financieros. Sin olvidar la privatización de antiguos monopolios públicos que ha supuesto un incremento muy significativo en el número de títulos financieros puestos en circulación, sobre todo en países que han aprovechado la privatización para impulsar el modelo de capitalismo popular. No obstante, este proceso de apertura internacional de los mercados no es necesariamente positivo, especialmente si no se acometen determinadas reformas en el plano legal y regulatorio que aseguren una efectiva protección de los inversores financieros, que sea compatible con la posibilidad por parte de las empresas de acumular activos intangibles, incluido el capital humano específico, que demanda la nueva competitividad. También resulta obvio señalar que los países europeos divergen en el grado de madurez de sus mercados y de las mencionadas reformas. Además, las características del tejido productivo de un país y el sistema financiero que le da soporte evolucionan paralelamente y, consecuentemente, la expansión de los mercados de capitales va a ir acompañada de un cambio en la estructura industrial europea.

Bajo este marco general, el presente trabajo estudia los cambios que el sistema financiero ha experimentado en las últimas décadas en Europa, en general, y para el caso español en particular. Posteriormente, comprobaremos si estos cambios también se reflejan en la evolución correspondiente en la estructura industrial española hacia un modelo más comprometido con la calidad y la productividad.

2 El sistema relacional frente a la orientación al mercado de capitales

Una de las razones que explican el interés suscitado por el gobierno de la empresa entre economistas, juristas, contables, politólogos y gestores radica en las diferencias observadas entre países en las diferentes formas para solventar los conflictos de intereses que emergen entre los partícipes que confluyen en la empresa. El marco legal e institucional de protección de los derechos de los accionistas, las diferencias entre los niveles de concentración de la propiedad y el diferente desarrollo de los mercados de capitales han dado lugar a dos sistemas de gobierno que son el reflejo de los sistemas financieros en los que se enmarcan: un sistema financiero orientado al mercado, cuyo mejor exponente sería la situación de los países anglosajones, y el modelo alternativo orientado a los bancos que viene representado tradicionalmente por Alemania y Japón. Los criterios más significativos para la identificación de cada modelo son: el tamaño y características del sector bancario y del mercado de acciones; la proporción de financiación externa de las empresas que procede de los bancos respecto del mercado y; finalmente, el grado de concentración accionarial que presenta la propiedad de las empresas.

En el sistema orientado a los mercados la distancia entre inversores y empresas es considerable ya que se relacionan de forma impersonal. Las transacciones de activos financieros se sustentan en contratos explícitos. Así, cualquier activo financiero se extingue en un período específico y ofrece un tipo de interés competitivo, suficiente para compensar al acreedor por el tiempo y el riesgo asumido. El adecuado funcionamiento del mercado financiero se garantiza a través de la transparencia (la información sobre activos reales y financieros es pública) y a partir de la existencia de un sistema legal eficiente en la protección de los intereses de los inversores. Dicha exigencia de transparencia implica que los precios recojan adecuadamente la información relevante sobre la posibilidad de pago de la empresa. Además, cuanto mayor sea el número de transacciones realizadas en el mercado financiero, mayor poder informativo tendrá el precio, y por lo tanto, mejores serán las decisiones que podrán tomarse. Sin embargo, la parte negativa es que al haber muchos inversores que prestaron inicialmente su capital, es más difícil que se puedan poner de acuerdo con la empresa para renegociar las características de los contratos financieros en presencia de dificultades financieras. Esto puede agravar los problemas de estas empresas con crisis de liquidez y, en última instancia, conducir a su liquidación (ineficiencia de sobreliquidación).

El marco legal es el segundo pilar sobre el que se sustenta el sistema orientado al mercado. En Estados Unidos, por ejemplo, los accionistas están protegidos con un amplio conjunto de leyes que protegen los derechos de los accionistas minoritarios y facilitan las transferencias de acciones, al tiempo que proporcionan a los accionistas la capacidad para demandar a los directivos si desatienden sus obligaciones. Por otro lado, los acreedores carecen de la misma protección legal. La amplia y extensa regulación sobre quiebras, provoca que los acreedores en los Estados Unidos tengan, en principio, menos derechos que en otros países como Alemania o Japón.

Sin embargo, el mercado no siempre canaliza adecuadamente los fondos hacia oportunidades rentables de inversión. Cuando se constata una ausencia de transparencia y/o una deficiente protección de los intereses de los inversores, los precios no recogen adecuadamente (no son buenas señales) la información relevante para la toma de decisiones financieras. El mercado tampoco valora adecuadamente el potencial de generación de valor cuando las empresas son pequeñas o jóvenes o cuando atraviesan restricciones financieras a corto plazo. En estas situaciones, el inversor no tiene en cuenta la capacidad futura de la empresa para generar *cash-flows*, limitando el acceso de la empresa a la financiación. En el caso concreto de las empresas pequeñas o jóvenes, como el mercado posee menos información, los posibles inversores tienden a infravalorar las oportunidades de inversión de estas empresas y a sobrevalorar los costes de agencia en que pueden incurrir sus directivos, lo que en último término se traduce en que las empresas jóvenes tendrán más dificultades para acceder a financiación externa como muestran los trabajos de Petersen y Rajan (1994, 1995) y de Rajan y Zingales (2001).

En este contexto en el que los problemas informativos (selección adversa y riesgo moral en la terminología económica) son importantes, emergen instituciones especializadas que aunque operan en el marco de los mercados de capitales desarrollan con estas empresas jóvenes y de crecimiento una financiación con características relacionales¹. Los *fondos de capital riesgo*, que han tenido un desarrollo espectacular en las últimas décadas especialmente en el ámbito anglosajón², vienen a cubrir esta necesidad. La característica

¹ Ver Shleifer y Vishny (1997) para una revisión de la literatura sobre financiación por parte de grandes inversores y Boot (2000) para una revisión de la literatura sobre la financiación relacional bancaria.

² Lerner (1995) establece que el ratio de fondos privados (mayormente destinados al capital riesgo) y el GDP era 8 veces más elevado en EE.UU. que en Europa.

fundamental de este tipo de instituciones de mercado es que proveen capital y conocimientos gerenciales a empresas que se hallan en fase de crecimiento a cambio de acciones o de deuda convertible. Básicamente, los fondos de capital riesgo aceptan como contrapartida a su aportación la opción implícita de que la empresa sea exitosa y que en un futuro más o menos próximo pueda ser vendida, bien a unos inversores minoritarios a través de una OPV o bien a una gran corporación, alcanzando un precio elevado.

Cabe plantearse si los bancos como instituciones financieras de características relacionales pueden jugar algún papel en la financiación de este tipo de empresas jóvenes y de crecimiento. Hay que indicar que el tipo de acuerdo que se establece con estas empresas, conocidas como *start-ups*, resulta muy costoso para los bancos al no involucrar garantías tangibles. Éstos deben de satisfacer medidas de regulación bancaria como es el mantenimiento de unos coeficientes de solvencia mínimos que les exige tener capital inmovilizado caso de invertir en este tipo de empresas, especialmente en las etapas iniciales cuando la incertidumbre resulta particularmente elevada. De ahí que de producirse dicha financiación, los bancos sólo financien estas empresas en etapas posteriores, más cercanas a la materialización de la OPV. En cambio, en aquellas etapas iniciales en las que existe una alta incertidumbre y circula un gran flujo de informaciones, a menudo opuestas, las instituciones de mercado como son los fondos de capital riesgo se convierten en la opción preferible habida cuenta de su excelencia en el “*agree on the disagree*” (Allen y Gale, 2001).

En un reciente trabajo Ueda (2004) analiza, desde un punto de vista teórico, la disyuntiva entre bancos y los *venture capitalists*. Según esta autora, tiene sentido la utilización de bancos cuando existen altos riesgos de difusión de información y, por tanto, de expropiación de las empresas en crecimiento por parte de las sociedades de capital riesgo, ya que al estar los bancos menos especializados en esas áreas de conocimiento difícilmente podrán replicar las ideas de las empresas y competir con ellas. Sin embargo, esto no significa que la financiación bancaria esté exenta de riesgos para las empresas. En este sentido, Hellmann *et al.* (2003) encuentra que los bancos financian las empresas de crecimiento para asegurarse así una opción que les permita “ligarlas” con créditos en el futuro una vez hayan sido colocadas en los mercados financieros (IPOs) o vendidas a grandes corporaciones.

Si consideramos el caso español, el desarrollo de esta fuente de financiación ha sido bastante tardía, en concreto, se inicia a principios de la década de los 90 y su relevancia ha sido inferior a lo acontecido en el resto de países europeos y, por supuesto, mucho menor que lo ocurrido en el caso americano. En concreto, Martí Pellón (1999) muestra que el porcentaje de las inversiones en sectores innovadores que han realizado las sociedades de *capital-riesgo*

en EE.UU se ha situado en un 50% a lo largo de la década de los 90. Este porcentaje en el promedio europeo es de un 20%, mientras que en el caso español se ha situado en apenas un 10%. También es interesante indicar que no sólo ha habido una menor canalización de recursos hacia estos sectores por parte de las sociedades de capital riesgo, sino que el tipo de inversión que realizan los fondos europeos es de distinta naturaleza al llevado a cabo por los fondos americanos, ya que los primeros se han centrado en financiar las etapas posteriores de crecimiento, lo que reduce el riesgo de estas inversiones. Por otra parte, esta estrategia conlleva una menor creación de empresas en el ámbito europeo en aquellos sectores más innovadores. En concreto, las estadísticas para los años 90 reflejan que la canalización de fondos en EE.UU hacia estas etapas iniciales de desarrollo estuvo en niveles cercanos al 30%, mientras que la media europea ha ido decreciendo de forma sostenida hasta alcanzar niveles inferiores al 10%. Este nivel coincide, aproximadamente, con el promedio español si bien en este caso la mayor parte de estos fondos se canalizaron a través de fondos públicos o a través de las sociedades de capital riesgo (Venture Economics, 1998). Martí Pellón (1999) en su análisis del caso español indica que una de las causas principales de esta carestía de fondos disponibles en las etapas iniciales de desarrollo está ligada a la baja rentabilidad que ofrecen dichas inversiones. De hecho en un estudio que realizó este autor a partir de 178 participaciones de empresas de capital riesgo, encuentra que en aquellas participaciones en las que se invirtió en las etapas iniciales (84), la rentabilidad fue de sólo un 0.7%, cifra que contrasta fuertemente con el porcentaje del 12.9% encontrado para el promedio de empresas de crecimiento, siendo además el porcentaje de fracasos de este tipo de empresas del 46.3%. Queda, por tanto, un amplio margen para la mejora, especialmente en lo referido a la financiación de estas etapas iniciales por parte de fondos de capital riesgo que combinan características de la financiación de mercado con aspectos de la financiación relacional que ahora pasamos a analizar.

El sistema relacional centrado en los bancos puede ser una forma adecuada de canalización del ahorro privado hacia las oportunidades rentables de inversión cuando el sistema legal no funciona eficientemente y no resuelve rápidamente los contenciosos entre empresa y acreedores, o cuando el mercado de activos financieros carece de niveles adecuados de transparencia. También es un sistema adecuado cuando existe incertidumbre

sobre la viabilidad de los proyectos, y es necesaria una cierta flexibilidad y visión a largo plazo por parte de los proveedores de capital. Un ejemplo de esto sería la situación de las empresas jóvenes o de aquellas que experimentan dificultades financieras, ya que en ambos casos los proyectos pueden tener gran potencial de generación de *cash-flows* en el futuro, a pesar de que los flujos actuales sean bajos.

Por otra parte, una excesiva competencia también favorece la financiación bancaria ya que en la alternativa de mercado, los inversores negocian periodo a periodo con la empresa basándose en los flujos actuales. Esto no quiere decir que el inversor no tenga en cuenta los flujos futuros al valorar el potencial crediticio de la empresa, sino que simplemente no puede asegurarse que participará en el reparto de los mismos. Consecuentemente, las empresas jóvenes o que atraviesan dificultades financieras, al tener un potencial actual de pago limitado, difícilmente podrán obtener financiación directamente en los mercados de capitales, o en el caso de acceder, el coste financiero de los activos financieros es tan elevado que distorsionaría los incentivos de la empresa hasta tal punto que el inversor, anticipándolo, niega la financiación a la empresa. En este caso, la empresa sólo tiene la alternativa financiera de tipo relacional bien sea a través de bancos o de esas instituciones híbridas con características relacionales y de mercado que son los ya reseñados fondos de *capital riesgo*.

Por el contrario, en un sistema de financiación de tipo relacional, el acreedor tiene ciertos derechos sobre las rentas futuras de la empresa, lo que le capacita para trasladar pagos a lo largo del tiempo mientras dure la relación, subvencionando a la empresa cuando es joven o tiene problemas financieros y extrayendo rentas en el futuro. Sin el acceso a la financiación subvencionada en las primeras etapas de vida de la empresa, los problemas de selección adversa y riesgo moral restringirían la disponibilidad de recursos financieros de las nuevas empresas.

La financiación relacional precisa que la información generada a lo largo de la relación entre acreedor y empresa sea propiedad del primero y no resulte observable ni transferible a terceras partes. En tal caso, el acreedor dispone de una posición de monopolio que le será de utilidad para asegurarse en el futuro el acceso a rentas mayores, que permitirán cubrir las pérdidas incurridas en las etapas iniciales.

Pero, ¿bajo qué condiciones el financiero se asegurará el acceso a las rentas futuras de la empresa en la que invierte? O, en otras palabras, ¿a través de qué canales la empresa garantiza el reparto de rentas futuras con el inversor? La respuesta a ambas preguntas es el trasvase al inversor de ciertos derechos sobre la empresa, bien sea como propietario (accionista), bien sea como acreedor monopolista. Para que esto último sea posible, es

necesario que existan unas barreras a la entrada como, por ejemplo, la ausencia de información sobre la empresa en el mercado.

El resultado del sistema relacional es un acceso ilimitado de la empresa a la financiación, si bien con un tipo de interés en permanente negociación, que puede no tener una vinculación estrecha con el riesgo intrínseco del proyecto de inversión financiado. Ello tiene el efecto positivo de no desaprovechar posibilidades rentables de inversión, pero cabe también la posibilidad de incurrir en costes importantes.

- Por un lado, la empresa puede tomar decisiones ineficientes de inversión, y consecuentemente, el inversor puede tomar decisiones ineficientes de financiación, en ambos casos por ignorarse las señales que ofrecen los precios. Además, estas ineficiencias se acrecientan en el sistema relacional por no disponerse de mecanismos correctores, como pueden ser las OPAs en el caso de la financiación de mercado.

-Por otro lado, el inversor puede aprovechar la información privada acumulada a lo largo de la relación para extraer rentas por encima de lo implícitamente pactado, sin que ello pueda ser verificado por una tercera parte, como pueden ser los tribunales. El monopolio sobre la información será aún mayor (la asimetría informativa será más intensa) cuanto mayor sea la intangibilidad o especificidad de los activos, agravando el problema de extracción de rentas por parte del inversor. En la medida que el comportamiento oportunista del inversor sea anticipado por la empresa, ésta modificará sus niveles de esfuerzo e inversión *ex-ante*. Es por todo ello que la financiación relacional está especialmente indicada para la financiación de industrias intensivas en la utilización de activos físicos poco o nada específicos. Además, los activos físicos pueden servir de garantía para los inversores, al mismo tiempo que sirven para disciplinar a la empresa. Esto lo comentaremos con más detalle en el siguiente punto.

En la Europa continental, el peso de los sistemas de gobierno descansa preferentemente sobre la creación de relaciones estables a largo plazo con accionistas de referencia, bancos o de otros stakeholders, por lo que ahora pasamos a centrar nuestra atención en el análisis del papel de los bancos.

3 El papel de los bancos en la financiación relacional

En este apartado intentamos dar respuesta a las siguientes preguntas. ¿En qué consiste la banca relacional? ¿Cuál es el valor añadido de la banca relacional frente a la financiación

de mercado? ¿Qué problemas conlleva este tipo de finanzas? ¿Cómo se resuelven estos problemas?

La banca relacional consiste en la provisión de servicios financieros por parte de un banco, que 1) hace una inversión para conseguir información específica del consumidor o de la empresa, y 2) evalúa la rentabilidad de las inversiones a través de múltiples interacciones con el mismo consumidor o empresa a lo largo del tiempo o a partir de la provisión de múltiples servicios. Por lo que entenderemos que una empresa y un banco han establecido una “relación” si el banco consigue información que no está disponible para el público. El banco va acumulando información a lo largo del tiempo en que dura la relación y a través de las múltiples interacciones con la empresa, ya que generalmente proporciona a la empresa diferentes tipos de servicios financieros.

El valor añadido de este tipo de financiación reside, en primer lugar, en la capacidad de intercambio de información entre acreedor y deudor. En segundo lugar, dicha financiación relacional permite incorporar ciertas cláusulas en los contratos financieros que contribuyen decisivamente a incrementar el bienestar de ambos partícipes. La flexibilidad y la discrecionalidad de los contratos permiten la utilización de información sutil no contractable, facilitando la contratación implícita a largo plazo. Además, incluye pactos implícitos que facilitan el acuerdo cuando aparecen conflictos de interés. La financiación relacional puede involucrar garantías que deben ser supervisadas, por lo que la proximidad del banco es esencial. Pero más importante es que la financiación relacional puede permitir financiar proyectos que no serían rentables para el banco desde una perspectiva a corto plazo, pero que sí puede serlo en una relación con el deudor suficientemente dilatada en el tiempo. La razón estriba en el hecho que una relación extensa en el tiempo puede hacer posible transferencias intertemporales generadoras de valor.

Otro aspecto a resaltar es que la relación acreedor–deudor es menos rígida que un acuerdo a través del mercado de capitales, en el sentido que la renegociación es más factible y esta mayor flexibilidad está generalmente sustentada en la confianza y la reputación. Esto hace posible la utilización de contratos incompletos a largo plazo en circunstancias donde las asimetrías informativas y la información incompleta dificultarían tanto el acceso al mercado de capitales como a la financiación explícita con bancos. Pero la flexibilidad inherente al modelo de banca relacional puede tener efectos perversos sobre los incentivos *ex-ante* de los deudores (problema del *soft-budget constraint*) porque los incumplimientos de pago no serán castigados por el banco. Simultáneamente, la financiación relacional proporciona al banco un

monopolio informativo que lleva asociado un problema de retención (*hold-up*) ya que la información privada sobre los deudores que el banco obtiene como parte de la relación establecida entre ambos puede suponer que la empresa se vea capturada informativamente por el banco, haciéndola mucho más dependiente de las finanzas del mismo. La amenaza de un comportamiento oportunista por parte del banco puede destruir oportunidades de inversión valiosas. Ahora bien, si la relación entre banco y empresa evoluciona hacia una relación múltiple entre empresa y bancos el monopolio informativo del primero se reduce sustancialmente y, por lo tanto, el problema de retención es menor. Pero esta multiplicidad de relaciones puede poner en apuros el acceso al crédito de la empresa al disminuir el valor de la información adquirida individualmente por el banco o puede suponer una extensa competencia *ex-post* que finalmente restrinja la disponibilidad de fondos para las empresas jóvenes.

El trasvase de información que garantiza la exclusividad en la financiación de la empresa y la dificultad para que la información sea libremente transferida al mercado financiero sitúan al inversor en una posición de monopolio tanto informativo como sobre las finanzas de la empresa. El resultado, tal como se ha señalado previamente, es que el inversor se puede aprovechar de esta posición de dominio, y resulta difícil encontrar mecanismos de compromiso por parte del inversor para no aprovecharse de la situación. En primer lugar, el inversor puede extraer las cuasi-rentas asociadas a las inversiones específicas y/o en intangibles de la empresa. La especificidad o intangibilidad de los activos dificulta la adecuada valoración por el mercado, incrementando la información privada del inversor y reforzando su posición de monopolio, que puede utilizar para la extracción de rentas extraordinarias. De ello se desprende que el sistema relacional está especialmente indicado para financiar industrias intensivas en la utilización de activos físicos, que al ser menos específicos, están sujetos a un menor problema de extracción de rentas. Además, el acreedor puede utilizar como garantías dichos activos, disciplinando así el comportamiento de la empresa.

Otro problema inherente a la financiación relacional es la intervención del inversor en el proceso de toma de decisiones de la empresa. De hecho, estos inversores prefieren invertir en proyectos/empresas donde puedan ejercer un mayor control, escogiendo entre las opciones disponibles la más conservadora, esto es, proyectos que no requieran inversiones específicas de envergadura y que sí estén compuestas por activos tangibles sobre los que situar garantías reales.

Otro punto de interés en el estudio de la financiación relacional es el tema de la disciplina y la diversificación de riesgos. Previamente, se ha apuntado que la financiación relacional puede ser una forma adecuada de canalizar el ahorro privado hacia las oportunidades de inversión cuando el mercado no está preparado o, simplemente, no puede incorporar las rentas futuras en la valoración de proyectos de inversión concretos. Por tanto, en un sistema relacional las señales proporcionadas por los precios no sirven de guía para la toma de decisiones. Por otro lado, las decisiones de financiación van a reflejar el poder de negociación de los bancos, incorporando aspectos que les van a permitir recuperar en el futuro sus inversiones. El resultado es que las empresas en una relación financiera relacional tienen una mayor facilidad para acceder a la financiación externa. Sin embargo, el monopolio en la información que tiene el banco dota de un alto contenido informativo a las señales que emite externamente en su relación con la empresa. En caso de que las señales negativas sean reiteradas -la negativa del banco a extender la financiación-, puede llevar a destruir, en lugar de crear, valor añadido. Esto, por otra parte, puede tener efectos nocivos para el propio banco si no está bien diversificado, ya que el fallo en un proyecto de inversión puede tener un efecto dominó sobre el banco, comprometiendo su propia supervivencia. Este es uno de los costes asociados a la financiación relacional cuando los bancos no están suficientemente diversificados y, por ello, asumen demasiados riesgos. Obviamente, el problema de la concentración de riesgos depende de la importancia del banco y del volumen de recursos dedicados a la empresa, pero las experiencias japonesa y alemana muestran que puede convertirse en un serio problema con repercusiones para todo el sistema.

4 La Europa actual: Un sistema financiero híbrido

El objetivo de esta sección es presentar, de forma sucinta, la evolución de los sistemas financieros europeos. Europa tiene un sistema financiero que combina una actuación de los bancos todavía importante, pero donde los mercados gozan de un mayor (y creciente) peso específico. De ahí la denominación de sistema financiero híbrido.

En este sistema, el papel de los bancos ha ido evolucionando desde entidades que están en competencia con los mercados, a entidades que los complementan y aseguran su estabilidad. La transición entre un régimen y otro se produce al alcanzar un umbral de competencia determinado que suele rebasarse como consecuencia de algún tipo de shock (tecnológico o legislativo).

En un interesante trabajo, Allen y Gale (2001) asignan a los intermediarios financieros una labor de transformación de activos para asegurar la transferencia de rentas entre depositantes con poca riqueza, por una parte, y empresas pequeñas, por otra. En su marco de análisis, las grandes empresas disponían ya del mercado como instrumento de financiación y los inversores de alta riqueza invertían directamente en los mercados financieros. Esquemáticamente

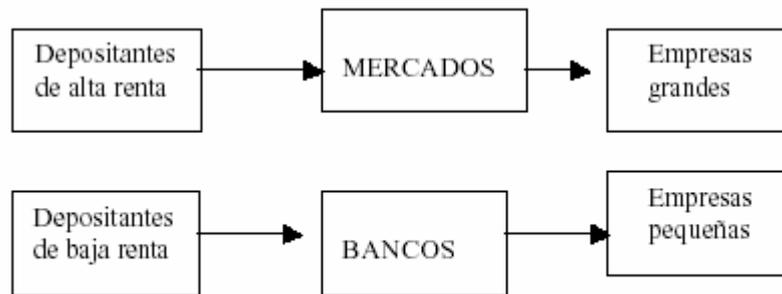


Ilustración 1.

Sin embargo, con el posterior desarrollo de los mercados tal como ha sucedido en Europa, este paradigma ha ido evolucionando hacia otro en el que también los bancos se integran en los mercados financieros y van transformando el ámbito de sus actuaciones. Tal como indican estos autores, en la actualidad los intermediarios financieros no sólo asesoran las inversiones de los pequeños inversores, sino también las de los grandes ofreciéndoles productos financieros específicos como fondos de inversión personalizados. Además, siguen actuando como intermediarios en las pequeñas empresas, quedando sólo las grandes empresas como las únicas instituciones que utilizan directamente los mercados financieros para sus transacciones financieras.

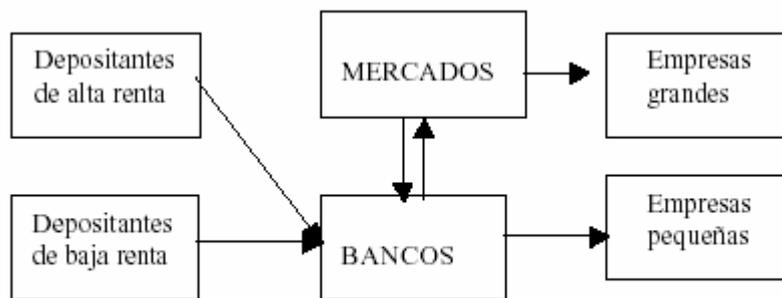


Ilustración 2.

Es decir, los propios bancos han entrado a formar parte del propio *corpus* del mercado, y con ello han mejorado la eficiencia de éste. Así, conforme los mercados se han ido *completando* con instrumentos cada vez más complejos, el papel de los bancos ha resultado fundamental para que los inversores finales tuviesen acceso a éstos en unas condiciones adecuadas de información. En este sentido, los intermediarios adquieren la condición de creadores de mercado para aquellos activos individualizados de notable complejidad que no tienen liquidez suficiente para existir en mercados organizados. Por tanto podemos decir que “el proceso para completar los mercados financieros precisa de un vigoroso sistema bancario”.

En resumen, este proceso de transformación del papel de los bancos ha sido gradual y dentro de un proceso general de desarrollo de los mercados financieros, los bancos primero rompen la hegemonía del mercado y buscan su nicho en el proceso que intermedia entre el ahorro y la inversión para, posteriormente, integrarse como parte del mercado, aumentando las oportunidades de intercambio y completando al propio mercado.

Insertar Tabla 1

A partir de los datos de la Tabla 1, podemos observar que, a pesar de que el sistema orientado a los bancos continúa canalizando la mayor parte de los recursos financieros en Europa, en los últimos veinte años, el sistema orientado a los mercados ha incrementado su peso y se ha producido una convergencia entre ambos sistemas. Podemos apreciar este punto observando la primera columna que recoge la ratio de préstamos bancarios al sector privado

en términos de PIB. Se puede apreciar que en 1980 este ratio era el doble para el sistema financiero continental (0,601) respecto de la ratio para EE.UU-Inglaterra (0,315) y sin embargo, las diferencias en el año 2000 pasan a ser marginales (0,937 frente a un 0,907 respectivamente). De ahí que hablemos con propiedad del sistema europeo-continental como un sistema híbrido. Esta convergencia entre los países europeos y Estados Unidos también se refleja en la tercera y cuarta columnas que indican el peso que los mercados tienen en cada país. Se aprecia así el mayor protagonismo que han adquirido los mercados como fuente de financiación, especialmente para el caso europeo, que se ha acercado en importancia a lo que sucede en Estados Unidos. Ciertamente podemos ver aquí los dos efectos ya mencionados: por un lado, la importancia creciente de los mercados que pasan a tener un peso relativo más importante en los países europeos cuando antes sólo lo tenían los bancos; en segundo lugar, los bancos van jugando un papel cada vez más importante en los países anglosajones.

Menos claras quedan las razones que explicarían dichos cambios; la propia evolución internacional o la integración europea. Tampoco está claro si esta tendencia se mantendrá en el futuro o si ello ha tenido un efecto positivo para las economías europeas.

5 El modelo español

El objetivo de esta sección es describir hasta qué punto los bancos continúan siendo importantes en la financiación de las empresas españolas, analizando sus participaciones accionariales y determinando hasta qué punto son accionistas activos y alternativos al mercado. También insistimos en la cuestión de si se ha producido una convergencia en los sistemas financieros europeo y español.

5.1. La relación banca-industria: la asimetría sector real y sector financiero

En 1990, el sistema español presentaba unos elementos similares al sistema alemán, con la presencia de un número reducido de bancos grandes que concedían la mayor parte de los créditos, con participaciones industriales en ocasiones considerables y con unos mecanismos de mercado escasamente desarrollados, aunque en el caso español se observaba una creciente importancia de estos mecanismos de mercado. Así, la influencia de los bancos ha sido notable en la financiación de la industria, aunque siempre ha sido la autofinanciación la principal fuente de recursos para la realización de las inversiones (Tablas 2, 3 y 4).

Insertar Tablas 2, 3 y 4

Un punto que se ponía de relieve en el libro de Competir en Europa era la existencia de una importante asimetría entre la importancia relativa del sector real y del sector financiero. Así, si bien en España existen grandes bancos con presencia y peso internacional que ocupan lugares relativamente altos en las listas de competitividad, la presencia de empresas industriales en lugares destacados de listas similares a las de los bancos es mínima. Cuando analizamos la situación en mayor detalle, podemos apreciar en las Tablas 5, 6 y 7 el fuerte peso relativo del sector bancario, en concreto la Tabla 7 muestra como en el año 1992 había 19 entidades financieras españolas entre los 500 mayores bancos del mundo según los criterios seguidos por The Banker; en diciembre de 2003 (Tabla 6) son 28 las entidades financieras españolas que forman parte del club de los 500 más grandes del mundo.

Insertar Tablas 5, 6 y 7

Una de las particularidades del sistema financiero español es la fuerte presencia de las cajas de ahorros, entidades sin propietarios formales y sin ánimo de lucro pero que juegan un papel importante en el aumento de la competitividad del sistema. De hecho, si bien se ha producido un importante proceso de fusiones bancarias en estos años, éste ha sido mucho más fuerte entre los bancos comerciales y menos acentuado en las cajas. Si en 1992 eran 11 bancos, 7 cajas y 1 cooperativa de crédito (Caja Laboral del grupo Mondragón) las entidades de depósito españolas en la lista de The Banker, que integraban ese grupo, a finales del ejercicio 2003 la composición era bien distinta: 20 cajas, 7 bancos y, de nuevo, Caja Laboral, que mejora posiciones.

En la actualidad, Banco de Santander y BBVA son las dos primeras entidades financieras del país, habiendo surgido de un proceso de fusiones entre los mayores bancos comerciales, que además ha sido acompañado de un fuerte proceso de expansión internacional. También resulta interesante destacar el hecho de que las dos primeras cajas, a pesar de su peculiar forma organizativa y las limitaciones que en principio tienen para captar recursos externos que les ayuden a crecer y expandirse, mantienen posiciones destacadas, especialmente La Caixa. Tras estas dos grandes cajas que se consolidan como tercer y cuarto grupo financiero español, aparecen otros dos bancos comerciales, Popular y Sabadell, y un grupo de cinco cajas de tamaño grande-mediano que les permite estar entre las 300 primeras entidades financieras del mundo. Posteriormente volveremos a analizar el papel de las cajas,

ya que la presencia de banca relacional y de entidades cercanas a los usuarios puede tener repercusiones importantes a la hora de financiar actividades empresariales.

Las empresas industriales no gozan de la misma pujanza y peso internacional. Así, si observamos la Tabla 8 que contiene la lista de los representantes de empresas españolas entre las 500 mayores empresas europeas que cotizan en bolsa, se observa que sólo hay 20 nombres en esta lista de Fortune. Además, 4 de ellos son bancos y otras 6 empresas de las incluidas son el resultado de antiguos monopolios que se han privatizado.

Insertar Tabla 8

La Ilustración 3 nos presenta la situación resumida al estilo de lo que ya veíamos en 1995 y refuerza nuestra idea de que existe, para el caso español, una asimetría entre los sectores financiero e industrial. De alguna forma podríamos decir que el sistema ha favorecido la presencia y fortalecimiento de grandes entidades financieras y no tanto de grandes empresas industriales que puedan contarse entre las mayores en el contexto internacional. (De nuevo debemos hacer constar aquí la salvedad de la presencia de las Cajas de Ahorro).

Insertar Ilustración 3

Cuando se describen los diferentes modelos existentes y se analiza la imbricación entre bancos y empresas, tradicionalmente surgen el modelo japonés o el modelo alemán como ejemplos de relación entre las entidades financieras y las decisiones empresariales. También el caso español ha sido incluido en este modelo continental europeo donde los bancos juegan un papel relevante. Sin embargo, en el caso español las entidades financieras a pesar de su tamaño e importancia no parecen desempeñar un papel apreciable en la toma de decisiones de las empresas al nivel de gestión. Es más, si tenemos que hablar de una tendencia ésta sería la de contemplar las participaciones industriales como meras inversiones para los bancos españoles, sin que exista un ánimo de permanencia. En el siguiente apartado analizaremos este punto con más detalle.

5.2. La estructura de propiedad de la empresa española: Una perspectiva comparada

Aquí la pregunta relevante es entender qué ha pasado con la estructura de propiedad de la empresa española, especialmente en aquellas empresas que cotizan en bolsa y las empresas privatizadas, y sus resultados.

Podemos resumir la estructura de propiedad en tres variables: el tipo de control al que está sometida la empresa (absoluto, minoritario e interno), la naturaleza del grupo que controla la empresa (familias, otras empresas nacionales, otras empresas extranjeras, instituciones financieras, sector público y mercado) y la concentración accionarial (porcentaje de acciones que directa e indirectamente poseen los mayores accionistas).

5.2.1 La empresa pública

La Tabla 11 refleja los cambios acontecidos en las antiguas empresas de propiedad estatal sometidas a procesos de privatización. Se muestra cómo a principios de la década de los 90 la participación estatal era dominante en muchos de ellos y cómo hacia 1995 ya se había generado un proceso paulatino de privatización que culmina en 1998 para la mayoría de los casos. Así, en estos últimos 10 años hemos asistido a la liquidación de los antiguos monopolios públicos y su sustitución por empresas privadas que cotizan en bolsa y han copado los primeros puestos del Ibex-35 (ver Tabla 10). Esto ha propiciado el auge del mercado de valores español (ver Tabla 9), al permitir que se incorporen plenamente participaciones significativas de algunos de los mayores valores en bolsa, pudiendo cotizar libremente y añadiendo liquidez al sistema. La última gran empresa pública en ser privatizada ha sido Iberia, que salió a Bolsa en abril del 2001.

Insertar Tablas 9, 10, 11, 12

Una cuestión interesante, aunque sin una respuesta detallada todavía, sería el estudio de los cambios observados en la estructura de propiedad de estas grandes empresas que constituyen un segmento muy importante dentro de las empresas cotizadas en general y del IBEX-35 en particular (de hecho, suman el 45% de capitalización del IBEX), así como el estudio de la relación existente entre los resultados de estas empresas y la actuación y remuneración de sus equipos directivos. La Tabla 12 constituye un primer paso en esta dirección. Como puede apreciarse, se ha producido la sustitución del estado por unos

inversores institucionales, principalmente bancos, que a menudo se han agrupado y constituido núcleos estables en las diferentes empresas. El propio gobierno español fue quien en su día propició la formación de dichos núcleos duros, a partir de grandes bancos o cajas de ahorro, que permitan garantizar el carácter nacional de estas empresas privatizadas, al menos durante un cierto período. En esta tabla se muestran las participaciones accionariales en dos períodos de referencia, 1996 y 2004. No existen grandes cambios en lo que respecta a los grandes bancos privados, BBVA y Santander, aunque sí existe una cierta tendencia a reducir sus participaciones. Este hecho se vería reflejado más claramente cuando comparamos estas participaciones con las existentes a finales de los años 80, donde tanto Banesto, como el BBV y BCH contaban con importantes carteras industriales. Muy recientemente, el BBVA ha reforzado esta tendencia con la venta de una parte importante de su cartera industrial⁴, en aras de conseguir la necesaria liquidez para completar la adquisición de Bancomer en México, que BBVA considera de carácter estratégico. Todo ello demuestra que los grandes bancos españoles consideran las participaciones industriales como inversiones de carácter financiero, no estratégico, a diferencia de lo que ocurría en los años 80.

Respecto a las cajas, sí que pueden apreciarse algunas diferencias, con participaciones notables en ciertas empresas de servicios, en busca probablemente del negocio inducido por estas empresas. Dada su vinculación con el territorio de nacimiento de la entidad y la presencia en sus órganos de gobierno de las administraciones regionales también es frecuente encontrar participaciones significativas en empresas con arraigo en su territorio de actuación.

En la Tabla 13 se muestran la representación en los consejos de administración de estas empresas. Se puede ver elevado peso de los representantes de los bancos en los consejos de administración, lo que abre la puerta a posibles conflictos entre grandes y pequeños accionistas, donde los primeros en connivencia con los equipos directivos pueden expropiar las rentas de los segundos. Así, vemos que BBVA y La Caixa nombran un tercio de los consejeros de Repsol cuando su participación gira alrededor del 15%, y las mismas entidades tienen un 30% de los consejeros de Telefónica sin que su participación supere el 10% de esta empresa.

Insertar Tabla 13

⁴ Durante 2003, BBVA ha vendido un 2,3% de Gas Natural, un 0,47% de Endesa, un 2,76% de Repsol YPF, un 1,54% de Telefónica y un 0,42% de Iberdrola. En total, la entidad obtuvo 1.400 millones de euros con esas operaciones (Expansión 4 de Febrero 2004).

Sería interesante contar con estudios pormenorizados de las consecuencias de estos cambios, tanto en lo que hace referencia a los precios y la calidad de los servicios como en aquello que concierne a temas de buen gobierno ya que estas empresas cuentan con un elevado número de pequeños accionistas pero también unos grandes accionistas representados en el consejo de administración, en muchas ocasiones de forma mayoritaria, y que pueden ser influidos tanto por los directivos de las empresas como por el gobierno y la regulación de los servicios que ofrecen dichas empresas privatizadas.

5.2.2 Las empresas que cotizan en bolsa

En el caso español los sistemas de mercado van cobrando mayor importancia frente a los bancos y así vemos cómo su peso relativo aumenta. En la ya referida Tabla 9 se muestra la evolución desde 1990 del número e importancia de las empresas que cotizan en Bolsa. En términos cuantitativos vemos como se ha más que triplicado el número de empresas que cotizan superando las 3000 empresas, si bien es cierto que en el mercado continuo, el más importante, el aumento no es tan dramático y se pasa de 116 a 164 empresas, es decir un 40% de aumento en este período. También en términos del peso relativo que estas empresas que cotizan en Bolsa tiene en la economía ha aumentado notablemente, pasando de unos porcentajes del 22,3% (valor de las empresas en relación con el PIB) en 1990 a valores cercanos al 70%, a pesar de la crisis bursátil experimentada⁵. Otra observación a destacar es la fuerte concentración de esta capitalización en un número reducido de valores que concentran alrededor del 50% de la capitalización bursátil (ver el peso del Ibex-35 en términos del PIB). Este valor se ha visto reducido en los últimos años, cayendo de un máximo del 64,3% en 1998 al valor de 45% actual. Habrá que comprobar si con la recuperación de los mercados se mantiene dicha tendencia a la baja o si son precisamente los valores mayores los que acumulan las mayores recuperaciones.

La Tabla 10 corrobora y detalla el mencionado proceso de concentración en determinados valores y sectores, incluso cuando nos centramos en el IBEX-35 y su evolución en los últimos años. Los tres mayores valores a finales del año 1995 eran Endesa, Telefónica y Repsol que sumaban el 33% del índice. En Enero de 2004, los mayores valores habían pasado a ser Telefónica, B. Santander y BBVA, que acumulados representaban el 49,6%,

⁵ De hecho, esta cifra alcanzó el 95% en el año 2000 antes de la caída bursátil de la burbuja tecnológica.

indicando el aumento que se ha producido en el grado de concentración y la sustitución de empresas industriales por bancos como los valores con mayor capitalización.

Si analizamos la evolución en términos de los sectores más representados, vemos que en 1995 formaban parte de este índice Telefónica (11,62%), 7 bancos (30,55%), 6 compañías eléctricas (25,82% y siendo Endesa la de mayor peso con un 12,86%), y otras dos empresas del sector Energía (13,53%). Es decir, 16 empresas acumulaban el 81,52%. Por otro lado, los datos correspondientes a Enero del 2004 muestran lo siguiente: Grupo Telefónica (3 empresas y 23,83%), 3 grupos bancarios (32,64%), 4 compañías eléctricas (12,83%, contando Endesa un 5,63%), y otras tres empresas del sector Energía (10%). Es decir, en la actualidad son suficientes 15 empresas para acumular el 81,52%.

5.2.3 La relación empresas y bancos propietarios

Las consecuencias de la progresiva pérdida de importancia del canal de financiación bancario respecto de las participaciones que los bancos tienen en las empresas son ambiguas. Por un lado, cabría esperar una reducción de esta participación puesto que al existir para las empresas fuentes de financiación alternativas, tiene menos sentido para los bancos el imponer a éstas sus créditos en condiciones ventajosas para los primeros en razón de su propiedad. Sin embargo, hay otros argumentos que justifican que los bancos no disminuyan su participación en las empresas. En primer lugar, una de las labores cada vez más importantes de los bancos es la de respaldar las emisiones de activos financieros. Sin duda una señal muy clara de compromiso de los bancos es el tener una relación propietaria con las empresas emisoras, de ahí que estas incentiven esta presencia propietaria. Un segundo argumento en esta misma línea es que las empresas en un entorno de alto desarrollo de los mercados financieros en los que la posibilidad de OPAs es elevada, tratan de promover la existencia de accionistas estables con recursos suficientes. Sin duda los bancos son los candidatos naturales.

Para ver que efecto es el que ha ido preponderando en estos últimos años en España, Casasola y Tribó (2003) encuentran, para una muestra de empresas españolas extraída de SABE para los años 1997-1999, que el promedio de propiedad bancaria se ha mantenido

estable alrededor del 35%, sin embargo, el porcentaje de empresas participadas por bancos ha ido disminuyendo (del 3.67% al 3.23%).

Esto parece sugerir que la política de los bancos ha sido de desinversión y que cuando deciden hacerlo reducen sus participaciones de forma significativa, incluso la venden totalmente. Este fenómeno tiene diversas consecuencias. En primer lugar, y tal como razona Hellwig (1998), se va a producir una menor expropiación de los accionistas minoritarios. De hecho este autor muestra que los bancos presentan una mayor tendencia a coaligarse con los consejeros internos de la empresa tratando de bloquear las acciones de los consejeros externos, los cuales, en principio, son los que protegen a los accionistas minoritarios. Una segunda consecuencia de la menor presencia bancaria es una mayor dilución en la estructura de propiedad de las empresas ya que las participaciones bancarias forman grupos relativamente concentrados. Este hecho, no sólo protege a los accionistas minoritarios sino que tiene efectos beneficiosos al evitar un exceso de supervisión sobre la gerencia que acaba dañando la flexibilidad que esta precisa. Este último aspecto es especialmente apreciado en empresas de crecimiento (Pagano y Röel, 1998). Este tipo de cambios en la estructura de propiedad de las empresas va a tener, por otra parte, un efecto muy claro en sus mecanismos de gobierno tal como veremos en el siguiente apartado.

5.2.4 El gobierno corporativo

Como punto de partida, hemos de definir lo que se entiende por gobierno corporativo. Utilizando la definición de Tirole (2001) decimos que *‘son el conjunto de instituciones que inducen a los gestores a internalizar los intereses del resto de los agentes que participan en la empresa’*. De esta definición se sigue que un buen diseño en el gobierno corporativo de las empresas va a tener claros efectos ex – ante a partir de los incentivos que genera en las inversiones específicas que los diversos *stakeholders* llevan a cabo ⁶. Esto, obviamente, acaba siendo determinante en el crecimiento de las empresas y por ende en la economía en su conjunto.

La teoría económica (Grossman y Hart, 1986; Hart y Moore, 1990, 1998; y Aghion y Bolton, 1992) ha puesto un énfasis especial en la importancia de los proveedores financieros y el poder que se les debe conferir para poder completar los contratos que unen a los diferentes *stakeholders*, siendo esta relación uno de los aspectos fundamentales del buen

⁶ Hay que matizar que el propio Tirole define a los *stakeholders* como aquellos individuos que tienen una relación con la empresa a través de las inversiones específicas que realizan.

gobierno de las empresas. Este esquema, en el que se concede a los proveedores financieros el *control residual*, se completa con el reconocimiento conjunto, a proveedores financieros y accionistas, de los derechos sobre las rentas residuales dependiendo del escenario que acabe aconteciendo. En concreto, los proveedores financieros tienen las rentas residuales cuando las rentas generadas no son suficientes para atender todas las obligaciones contractuales, mientras que si fueran suficientes serán los accionistas quienes detentan las rentas residuales. Esta separación, por otra parte, está en el origen de algunas ineficiencias en la política de inversión de las empresas cuando la deuda en poder de los acreedores tiene riesgo. En el control de estas ineficiencias y, en general, de la discrecionalidad gerencial juega un papel fundamental el tipo de proveedor financiero, que puede ser concentrado (bancario o basado en *blockholders*) o disperso (mercados), así como el tipo de instrumento financiero utilizado. Los trabajos teóricos documentan, ya desde Jensen (1986), el efecto positivo de la deuda como mecanismo de control de la discreción gerencial, si bien también puede generar efectos perversos en la relación entre accionistas y acreedores al alimentar sus conflictos de interés. Por tanto, un buen mecanismo de control corporativo debe tener en cuenta tanto los conflictos entre accionistas-gerentes como los conflictos entre accionistas-acreedores.

Los sistemas de gobierno basado en la financiación concentrada (accionistas *blockholders* y acreedores), se caracterizan por un estrecho control de la gerencia. En ausencia de efectos externos importantes hacia otros interesados es de esperarse que los accionistas significativos dirijan el control hacia el aumento de beneficios y por tanto hacia la eficiencia. La forma concreta con la que se implementa el control es a través de la presencia de los accionistas significativos o sus representantes en los consejos de administración, de ahí el nombre de *control interno*. Por tanto, en esta forma de gobierno, la estructura, composición y retribución de los consejeros de la empresa constituye una parte esencial para vertebrar el control de los gerentes. Este sistema de gobierno corporativo, al posibilitar la renegociación contractual resulta particularmente eficiente en la gestión ex – post de las diversas eventualidades que pueden surgirle a la empresa. Además, desde un punto de vista ex – ante, el tipo de gobierno concentrado previene especialmente las ineficiencias ligadas a la sobre-inversión puesto que induce un tipo de comportamiento más bien conservador en la gerencia. Por último, y como aspecto negativo, hay que señalar que

uno de los riesgos principales que tiene esta forma concentrada de gobierno empresarial es la desprotección de los accionistas minoritarios ante el control que tienen los accionistas significativos (*blockholders*) o los acreedores de referencia (bancos). Esto pone de manifiesto la importancia de diseñar eficientemente tanto los consejos de administración como los mecanismos de retribución gerencial.

En los sistemas de gobierno basado en la financiación dispersa las acciones de financiación y de control se realizan a través de los mercados de capitales. En concreto, el control gerencial se realiza *externamente* a través del mecanismo de OPAs. Esta forma de gobierno, a diferencia de la anterior, ante la dificultad en la renegociación contractual resulta particularmente eficiente en la gestión de los incentivos *ex -ante* de las diversas decisiones que lleva a cabo la gerencia, así como en la distribución eficiente de los recursos hacia las mejores empresas. Sin embargo la dispersión accionarial es particularmente ineficiente para atajar situaciones de sobre-inversión que llevan a cabo los gerentes con objeto de sobrevalorar las acciones de las compañías. Por tanto, en términos de gobierno corporativo, la emergencia de los mercados de capitales supone que las formas de control externos basadas en los mecanismos de OPAs son cada vez más relevantes. Esto mejora tanto la asignación eficiente de los recursos en el conjunto de las empresas, así como la protección de los accionistas minoritarios. Como aspecto negativo está la dificultad de prevenir situaciones de sobreinversión. Esquemáticamente

	Financiación concentrada	Financiación dispersa
	Aspectos positivos	
Ex - ante	Previene sobreinversión	Favorece asignación eficiente de recursos
Ex – post	Favorece la reestructuración financiera y gerencial	Elimina gerencias que coluden con los accionistas mayoritarios
	Aspectos negativos	
Ex - ante	Excesivo control gerencial, puede provoca situaciones de infrainversión	No previene sobreinversión
Ex – post	Favoreciendo	Falta de flexibilidad cuando

	reestructuraciones no se eliminan gerencias que coluden con los accionistas mayoritarios	acontecen escenarios no contemplados inicialmente
--	--	---

Por último, hay que señalar que estos mecanismos de control externo se han ido complementando con otros internos más ligados a formas de gobierno más concentradas conforme los grandes fondos de pensiones van adquiriendo un papel preponderante como inversores en las empresas. La mayoría de estos mecanismos hacen referencia a la estructura de los consejos de administración y han sido recogidos en diversos códigos de buen gobierno. En España (*Código Olivencia*), en Inglaterra (*Código Cadbury*) y en Francia (*Código Vienot*). Estos códigos tratan de recoger lo mejor de las dos formas de gobierno anteriores. Así aconsejan:

- 1) Reducir las defensas anti-OPAS con objeto de vitalizar los mecanismos de control externos
- 2) Introducir el voto secreto en las juntas generales de accionistas
- 3) Incrementar el número de consejeros independientes.

Los resultados para España, en cuanto a difusión de buenas prácticas en el gobierno de las empresas cotizadas, dejan bastante que desear puesto que aunque el 70% de las empresas cotizadas se han acogido al Código Olivencia, la aplicación efectiva de alguna de sus recomendaciones voluntarias es limitada. Así, por ejemplo, más del 55% de las empresas separa los derechos de control de los accionistas de los derechos residuales. Esto, sin duda, posibilita el control de los accionistas mayoritarios a expensas de los minoritarios.

Para el caso americano, las prácticas de buen gobierno corporativo se han ido imponiendo de forma creciente. En un reciente estudio de *The Economist* (25 Octubre 2003), se hace referencia al significativo incremento en el tiempo que cada consejero dedica a sus labores que ha pasado de 13 horas al mes en 2001 a 19 horas en la actualidad. Pero quizá el hecho que ha tenido un impacto más significativo en el buen gobierno de la empresa ha sido la incorporación de las *sesiones ejecutivas* en las que los consejeros, a excepción del CEO, se reúnen para controlar la actividad del primero. Esta práctica ya afecta al 97% de las empresas que pertenecen al *Business Roundtable* (una selección de empresas virtuosas), y en

el 55% de los casos las reuniones de este tipo se producen en más de 5 ocasiones al año. Si bien una práctica altamente deseable como es la separación entre la figura del presidente del consejo de administración y del máximo ejecutivo no es común en EE.UU a diferencia de lo que ocurre en Inglaterra.

Finalmente cabe destacar que no existe un tipo de gobierno corporativo superior a otros sino más bien que hay empresas donde unas formas de gobierno corporativo presentan mejores resultados que otras. Así, podemos pensar que cuando el problema de expropiación a los accionistas minoritarios sea particularmente importante (por ejemplo en las empresas de tipo familiar), las formas de gobierno de tipo no concentrado deberían ser las elegidas. En cambio, aquellas otras empresas en las que se producen problemas de sobreinversión (intensivas en I+D), la incorporación de unos *blockholders* como pueden ser los bancos, puede resultar beneficioso en términos de gobierno corporativo y permitir que colaboren en la financiación de empresas que están en fase de crecimiento.

Un último punto que quisiéramos comentar es que los mercados de capitales no corrigen de forma automática los problemas de control corporativo que surgen en la totalidad de las empresas. En concreto, hay cierta evidencia (Gompers y Metrick, 2001) que indica que los fondos de inversión en un sistema de financiación disperso tratan de evitar aquellas empresas pequeñas en las que previsiblemente se producen problemas de expropiación. Por tanto, estos inversores institucionales que podrían asumir un papel de valedores de los pequeños accionistas en un sistema de mercado renuncian a hacerlo *per se* y resulta preciso estimular a que las empresas adopten las medidas de buen gobierno que definen los códigos anteriormente señalados. Con todo, no deja de ser menos cierto que aquellos países con sistemas más orientados hacia el mercado presentan una mayor protección de los accionistas minoritarios. Así, Dyck y Zingales (2004) encuentran que las primas que se pagan para adquirir el control de una sociedad (lo que es una buena *proxy* de las expectativas de expropiación a los accionistas minoritarios) son claramente inferiores en EE.UU. que en los países europeos. En concreto, en EE.UU. las primas ascienden a un 1% del valor de la compañía, mientras que el promedio europeo es del 12%, estando España en un nivel del 4%.

5.3. La estructura financiera de la empresa española

La literatura académica sugiere que los modelos financieros tendrán diferentes consecuencias en cuanto a las fuentes de financiación principales que utilizan las empresas para sus inversiones productivas, bancos en un caso y mercados de valores en otro. Sin embargo la evidencia empírica introduce algunas dudas de que realmente sea así. Como puede apreciarse en la Tabla 2, en el Reino Unido y Estados Unidos, las empresas financian sus inversiones principalmente a través de los beneficios retenidos. Este resultado cuestiona, por tanto, el papel del mercado de capitales como máximo artífice de la financiación empresarial. Para el caso de Alemania y Japón, países cuyo sistema financiero se orienta a los bancos, también presentan unos altos porcentajes de autofinanciación. Sólo las empresas japonesas parecen recurrir en mayor medida a los bancos para financiar la adquisición de activos. En el caso de Estados Unidos, puede apreciarse como acuden con mayor proporción que el resto al mercado de deuda (15,4%).

Atendiendo a los datos de esta tabla, España presenta un porcentaje de autofinanciación similar al del resto de países para el período que transcurre desde 1970 a mediados de la década de los noventa. No obstante, resulta paradójico que, dado el nivel de desarrollo de las entidades bancarias españolas, la financiación que proviene de la banca apenas supera el 7 por ciento en ese período. También merece la pena destacar el papel marginal que desempeña el mercado (deuda y acciones) en la financiación de la actividad empresarial, aunque en proporción resulte ligeramente superior a la financiación bancaria.

Si extendemos el periodo de análisis más allá del año 1995, los datos arrojan resultados interesantes, como se ilustra en la Tabla 3. Así vemos que la financiación bancaria se sigue manteniendo en torno al 5% en los últimos años (período 1996-2002), como ya había ocurrido en la primera mitad de la década de los noventa. Una vez descontado el recurso a la autofinanciación que sigue siendo la principal fuente, de nuevo es el recurso a los mercados, mediante la ampliación de capital, el instrumento más utilizado y el que ha permitido a las empresas españolas la inversión en activos fijos. También los proveedores proporcionan una fuente de financiación más importante que los bancos. Hay que indicar que estas son cifras extensivas que no controlan por tamaño. No es difícil intuir que este alto porcentaje de capital captado por ampliaciones de capital se centra en las grandes empresas que realizan emisiones de acciones muy voluminosas. A este respecto, la tabla 4 añade un elemento interesante a esta discusión ya que analiza específicamente las empresas pequeñas y se obtiene que la

financiación bancaria sigue siendo importante para estas empresas. Por otra parte, diversos estudios empíricos han mostrado que los procesos de fusiones bancarias se traducen en pérdidas de financiación y vinculación para las pymes, por lo que habrá que ser especialmente vigilantes con lo que ocurra en los mercados financieros y las fusiones bancarias y observar si cambia el patrón de financiación de las empresas pequeñas.

El problema se puede entender como un problema de información y toma de decisiones desde el análisis económico. La proximidad de la entidad financiera al cliente es importante. Si quien debe tomar la decisión cuenta con información adicional a la que proporcionan los documentos contables, la proximidad y las relaciones estrechas entre el banco y la empresa puede aumentar la probabilidad de financiación. Ahora bien, si se produce la fusión entre entidades y esto se traduce en un alejamiento de los centros de decisión entonces las relaciones informales serán más difíciles y la banca relacional va a evolucionar hacia una banca más transaccional. Es decir, las entidades pueden tender a formalizar más el proceso de decisiones creando unas pautas de toma de decisiones que los directivos de las oficinas deben respetar ya que pierden su capacidad de decisión. También puede ocurrir este proceso con la adopción de las nuevas tecnologías, que permiten recoger y tratar mayor volumen de información en menor tiempo y de forma más económica. El problema es que, frecuentemente, no pueden formalizarse ciertas piezas de información relevante sobre la calidad del proyecto la implicación de los implicados, etc. que sólo están disponibles para los interlocutores más cercanos, por lo que se pierden así oportunidades de negocio. El hecho de que sean precisamente las pymes quienes más problemas tienen para el manejo de su información económica financiera tampoco ayuda a aliviar el problema.

Comentarios Finales

¿Qué tendencias podemos esperar en los próximos años? Ciertamente se está produciendo una fuerte presión, en parte causada por los escándalos para conseguir una mejora en las prácticas de buen gobierno de las empresas. Especialmente se está poniendo énfasis en el papel que pueden jugar los consejos de administración en la vigilancia del CEO y más concretamente el papel que los consejeros externos pueden tener en esta mejora. Pues bien, deberíamos observar un aumento en la proporción de consejeros independientes, el ascenso de externos a la posición de máximo ejecutivo en mayor proporción que lo observado hasta ahora y una mayor dedicación tanto de consejeros como de los ejecutivos en sus tareas.

El papel de los bancos ha cambiado. Como acreedores de las empresas han ido abandonando su papel de competidores de los mercados a la hora de proveer fondos a las empresas para pasar a desempeñar un rol de entidades complementarias que permiten completar dichos mercados. Si bien en los años 80 podíamos hablar de los bancos como accionistas de empresas industriales e involucrados en la gestión, en la actualidad no parece ser ya el caso. Ciertamente las entidades financieras siguen manteniendo importantes posiciones en algunas empresas, pero ya no de sectores diversos sino que concentran sus participaciones en el sector servicios, con participaciones en compañías eléctricas, petroleras o relacionadas con la energía y telecomunicaciones. Lógicamente el interés de los bancos por estas empresas radica más en la posibilidad de acceder al negocio bancario inducido y no tanto en la posibilidad de participar en su gestión.

En cualquier caso sí que se observa una sobre-representación en los consejos de administración de las grandes compañías, especialmente en Repsol y Telefónica. También se observa una actuación conjunta repetida del BBVA y La Caixa, al menos en el pasado y cómo el Banco de Santander se desmarca de esa estrategia y mantiene sus participaciones sin un compromiso de estabilidad, como demostró en su día la venta del control de Dragados a ACS.

Dentro del sistema financiero español destaca el papel que desempeñan las cajas, que son entidades sin propietarios explícitos, que no cotizan en bolsa, y que pueden ayudar a aumentar el grado de competencia en el sistema financiero. A diferencia de lo ocurrido con los bancos, en estas instituciones no se ha producido un proceso de fusiones, que tan negativos efectos podría tener para la financiación de las pequeñas empresas.

Sería interesante decir algo sobre el modelo financiero que puede ser más útil para España teniendo en cuenta los activos productivos que es deseable potenciar para asentar la competitividad de nuestras empresas (es decir, más I+D, más capital humano). Por ejemplo Alemania parece que no ha cambiado significativamente su modelo de gobierno corporativo, con cogestión de los trabajadores, al mismo tiempo que ha dado más juego al mercado de valores. En España, en cambio, los trabajadores no han tenido nunca un papel relevante en las decisiones de la empresa y no se constatan avances en instituciones que fomenten la estabilidad del empleo y el compromiso a largo plazo con la organización. Al mismo tiempo, parece que las cajas pueden ser un seguro para que las empresas encuentren en el futuro financiación mientras se mantengan próximas al territorio. El cuello de botella parece estar entonces en las sociedades de capital riesgo necesarias para promover las nuevas empresas

altamente innovadoras que se necesitan para romper la dependencia de las empresas jóvenes en los bajos salarios y el trabajo de baja calidad.

Otro tema a destacar es si la continua relación de los grandes bancos con las grandes empresas puede ser positiva para conseguir líderes globales de empresas españolas en el mundo. ¿Cómo influye el sistema financiero en que surjan empresas como Zara?. Sin duda, la evolución del sistema financiero deberá ir acompañada de un desarrollo de los mercados de bienes y servicios y con ello se espera que las empresas no financieras españolas vayan adquiriendo una mayor importancia en el contexto europeo, permitiendo superar así la asimetría existente entre la importancia de las instituciones financieras españolas en el contexto europeo frente al limitado peso que tienen las empresas no financieras de nuestro país. El poder observar y analizar en detalle este proceso constituirá sin duda uno de los grandes retos de futuros estudios.

BIBLIOGRAFÍA

- Aghion, P., y P. Bolton (1992): “An incomplete contract approach to financial contracting”, *Review of Economic Studies* 59,; 473-94.
- Allen, F., y D. Gale (2001): *Comparing financial systems*. MIT Press.
- Casasola, M. J., and J. Tribó, J. (2004): “Banks as blockholders”, WP 04-01 (01), Business Economics Series, Universidad Carlos III.
- Dyck, A., y L. Zingales (2004): “Private benefits of control: An international comparison”, *Journal of Finance* 59, 537-600.
- Gompers, P. A., y A. Metrick (2001): “How are large institutions different from other investors? Why do these differences matter? Institutional investors and equity prices”, *Quarterly Journal of Economics* 116, 229-259.
- Grossman, S., y O. Hart (1986): “The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration”, *Journal of Political Economy* 20, 175-202.
- Hart, O., y J. Moore (1990): “Property rights and the nature of the firm”, *Journal of Political Economy* 98, 1119-1158.
- Hart, O., y J. Moore (1998): “Default and renegotiation: A dynamic model of debt”, *The Quarterly Journal of Economics* 113, 1-41.
- Hellmann, T., L. Lindsey y M. Puri (2003): “Building relationships early: Banks in venture capital”, Working Paper, Stanford University.
- Hellwig, M. (1998): “Banks, markets and the allocation of risk in an economy”, *Journal of institutional and theoretical economics* 54, 328-45.
- Hermalin, B (2003): “Trends in corporate governance”, Working Paper, University of California.
- Jensen, M. (1986): “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review* 76, 323-329.

- Lerner, J. (1995): “Venture capitalists and the oversight of private firms”, *Journal of Finance* 50, 301–18.
- Martí Pellón, J. M. (1999): “Financiación de la innovación con capital riesgo”, *Papeles de Economía Española*, 196-210.
- Pagano, M., y A. Röell, A., (1998.): “The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring and the decision to go public”, *Quarterly Journal of Economics* 113, 187-225.
- Petersen, M.A., y R.G. Rajan (1994): “The benefits of lending relationships: Evidence from small business data”, *Journal of Finance* 49, 3-37.
- Petersen, M.A., y R.G. Rajan (1995): “The effect of credit market competition on firm-creditor relationships”, *Quarterly Journal of Economics* 110, 407-443
- Rajan, R. G., y L. Zingales (2001): “Financial systems, industrial structure, and growth”, *Oxford Review of Economic Policy* 17, 467-482.
- Rajan, R. G., y L. Zingales (2003): “banks and markets: the changing character of European finance”, WP #9595, NBER Working Paper Series.
- Rajan, R. y L. Zingales (1995): “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Shleifer, A. y R. W. Vishny (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance* 52, 737-83.
- Tirole, J. (2001): “Corporate Governance”, *Econometrica* 69, 1-35.
- Ueda, M. (2004): “Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation”, *The Journal of Finance* 59, 601-621.
- Venture Economics (1998): *NVCA Annual Report 1997*, Venture Economics Information Services, Newark.

Tabla 1. Indicadores de desarrollo del sistema financiero (1980-2000)

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
Año 1980					
España	-	0,723	0,087	0,028	13.213
Alemania	0,864	0,564	0,090	0,010	7.460
Francia	0,731	0,679	0,090	0,060	13.990
<i>Media Europa continental</i>	<i>0,601</i>	<i>0,647</i>	<i>0,078</i>	<i>0,020</i>	<i>34.422</i>
Reino Unido	0,276	0,280	0,380	0,040	47.220
Estados Unidos	0,354	0,540	0,460	0,040	23.110
<i>Media Anglo-Americana</i>	<i>0,315</i>	<i>0,410</i>	<i>0,420</i>	<i>0,040</i>	<i>35.165</i>
Año 2000					
España	1,012	0,816	0,882	0,866	25.817
Alemania	1,207	0,925	0,668	0,065	9.071
Francia	0,864	0,636	1,087	0,145	13.720
<i>Media Europa continental</i>	<i>0,937</i>	<i>0,930</i>	<i>1,046</i>	<i>0,322</i>	<i>27.530</i>
Reino Unido	1.320	1,069	1,840	0,149	32.370
Estados Unidos	0,493	0,379	1,549	0,207	25.847
<i>Media Anglo-Americana</i>	<i>0,907</i>	<i>0,724</i>	<i>1,694</i>	<i>0,178</i>	<i>29.109</i>

Fuente: Rajan y Zingales (2003)

Notas: (a) Ratio de préstamos bancarios al sector privado sobre PIB, (b) Ratio de depósitos bancarios sobre PIB, (c) Ratio de capitalización del mercado de capitales sobre PIB, (d) Ratio de fondos obtenidos a través de OPV sobre la formación bruta de capital fijo, (e) Ratio de número de empresas domésticas cuyo capital se negocia en la bolsa del país sobre la población del país en millones.

Tabla 2. Fondos monetarios en proporción a la inversión en activos fijos.
Comparación internacional

	Alemania	Japón	Reino Unido	Estados Unidos	España
Autofinanciación	80,3	69,9	93,3	96,1	87,2
Financiación bancaria	10,8	26,8	14,6	11,1	7,4
Bonos	-1,4	3,9	4,2	15,4	0,8
Ampliación de capital	0,2	3,5	-4,6	-7,6	9,0
Proveedores	-1,1	-5,1	-0,9	-2,4	-
Transferencias de capital	8,1	-	1,7	-	12,3
Ajuste	3,4	1,0	-8,4	-12,6	-16,6

Fuente: Salas (2002).

Nota: Promedio para el periodo 1970-94. Para España, el promedio corresponde al periodo 1983-95.

**Tabla 3. Fondos monetarios en proporción a la inversión en activos fijos.
España (1991-02)**

	1983-95 (a)	1991-1995 (b)	1996-2002 (b)
Autofinanciación	87,2	63,6	58,4
Financiación bancaria	7,4	5,1	5,2
Bonos	0,8	-4,4	-3,2
Ampliación de capital	9,0	48,2	43,3
Proveedores	-	8,4	6,9
Transferencias de capital	12,3	5,2	3,4
Ajuste	-16,6	-26,0	-14,2

Fuente: (a) Salas (2002). (b) Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

**Tabla 4. Financiación propia y ajena en proporción a los activos netos.
España (1983-00)**

	Empresas pequeñas			Empresas pequeñas sobre el total empresas CBBE		
	1983-90	1991-1995	1996-2000	1983-90	1991-1995	1996-2000
Autofinanciación	61,1	62,6	69,2	133,1	107,9	153,7
Financiación bancaria	18,6	18,0	19,2	104,4	79,0	550,8
Bonos	0,3	0,0	0,0	4,0	1,0	0,0
Ampliación de capital	13,7	10,4	3,6	60,5	36,4	15,6
Otros	4,8	4,3	4,7	22,1	-119,0	35,7
Ajuste	1,5	4,8	3,4	-	-	-

Fuente: Elaboración propia a partir de de la Central de Balances del Banco de España y Muñoz y Rosell (2002).

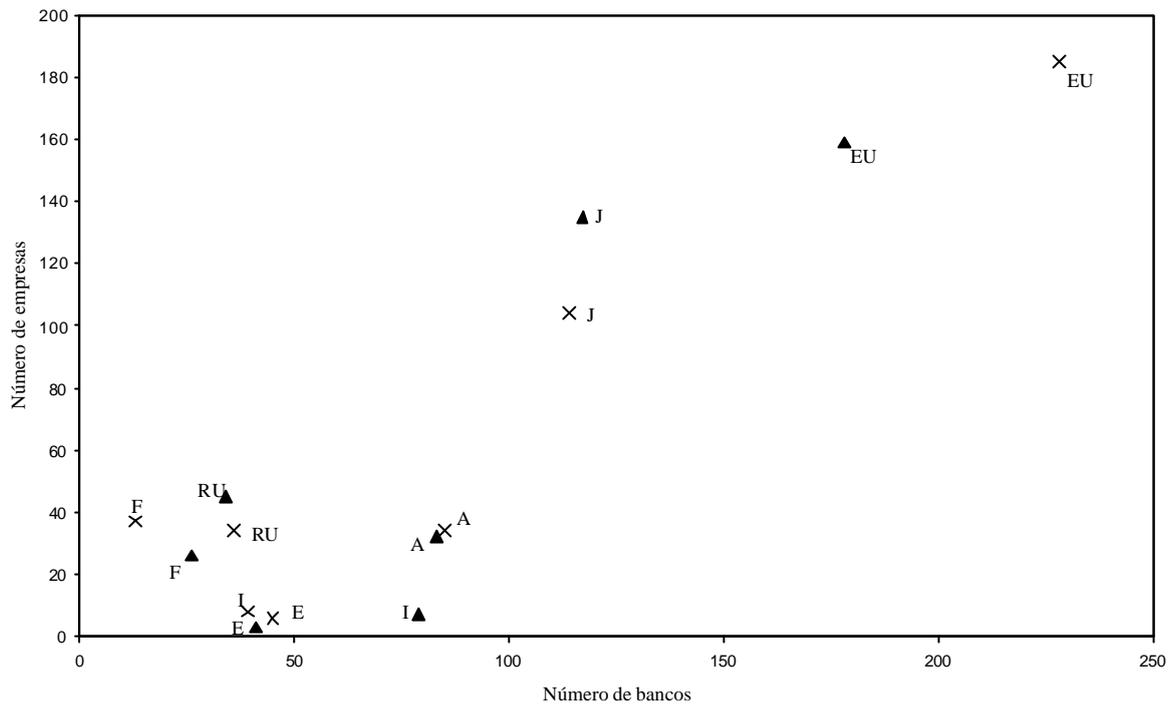


Ilustración 3. Relación banca—industria.

Fuente: Elaboración propia a partir de *The Banker Top 1000 World Banks* y *Fortune Global 500*.
Años 1993 (x) y 2000 (▲).

Tabla 5. Diferencias institucionales entre países

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(k)
España	2,0	2,0	147,0	183,0	6,3	7,8	7,4	1,9	64,0	0,0	4,0
Alemania	1,0	3,0	154,0	331,0	9,0	9,2	8,9	3,4	62,0	0,1	10,3
Francia	2,0	0,0	181,0	226,0	8,0	9,0	9,1	3,9	69,0	0,0	7,1
<i>Media Europa continental</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>	<i>244,5</i>	<i>273,2</i>	<i>8,5</i>	<i>9,1</i>	<i>8,6</i>	<i>2,9</i>	<i>62,4</i>	<i>0,1</i>	<i>8,4</i>
<i>Europa del sur</i>	<i>2,0</i>	<i>1,5</i>	<i>381,8</i>	<i>347,5</i>	<i>6,4</i>	<i>7,8</i>	<i>7,0</i>	<i>2,1</i>	<i>54,3</i>	<i>0,2</i>	<i>4,8</i>
<i>Europa del norte</i>	<i>2,4</i>	<i>2,1</i>	<i>171,1</i>	<i>201,7</i>	<i>9,5</i>	<i>9,5</i>	<i>9,3</i>	<i>3,5</i>	<i>67,8</i>	<i>0,1</i>	<i>9,9</i>
Reino Unido	5,0	4,0	101,0	115,0	10,0	8,6	9,1	4,7	78,0	0,0	9,6
Estados Unidos	5,0	1,0	54,0	49,0	10,0	10,0	8,6	4,5	71,0	0,0	n.d.
<i>Media Anglo-Americana</i>	<i>5,0</i>	<i>2,5</i>	<i>77,5</i>	<i>82,0</i>	<i>10,0</i>	<i>9,3</i>	<i>8,9</i>	<i>4,6</i>	<i>74,5</i>	<i>0,0</i>	<i>9,6</i>

Fuente: Rajan y Zingales (2003)

Notas: n.d. No disponible. (a) Protección de los accionistas. Valor en una escala de 1 a 5. (b) Protección de los acreedores. Valor en una escala de 1 a 5. (c) Días para cobrar un cheque. (d) Días para desalojar un inquilino que no paga. (e) Eficiencia del sistema judicial. Valor en una escala de 0 a 10. (f) Marco legal/Estado de derecho. Valoración del orden público de un país. Valor en una escala de 0 a 10. (g) Corrupción. Valores más altos indican menor corrupción. (h) Conformidad con los impuestos. Valor en una escala de 0 a 6 (valores altos indican mayor conformidad) (i) Estándares contables. Valor en una escala de 0 a 1. (j) Valor del control. Es el ratio entre el premio pagado por adquirir el bloque de control y el valor del capital. (k) Número promedio de empleados. Ratio entre el número total de empleados y el número total de empresas.

Tabla 6. “The Banker”, ranking 2003 de los bancos españoles en el mundo

		Ranking 2003	Tipo ^a
1	Banco Santander Central Hispano	22	B
2	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	31	B
3	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	56	SB
4	Caja Madrid	98	SB
5	Banco Popular	100	B
6	Grupo Bancaja	148	SB
7	Banco Sabadell	155	B
8	Bilbao Biskaia Kutxa	210	SB
9	Caixa de Catalunya	230	SB
10	Caja de Ahorros del Mediterráneo	232	SB
11	Caja Gipuzkoa-San Sebastián	233	SB
12	Unicaja	260	SB
13	Ibercaja	274	SB
14	Banca March	277	B
15	Bankinter	282	B
16	Caja Laboral	289	CB
17	Caixa Galicia	342	SB
18	Caja España de Inversiones	362	SB
19	Caja de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra	383	SB
20	Caja Duero	386	SB
21	Caja de Ahorros de Córdoba	408	SB
22	Caixa Penedès	418	SB
23	Caja de Ahorros de Murcia	436	SB
24	Caja Asturias	440	SB
25	Barclays Bank (extranjero)	-	B
26	Banco Atlántico (extranjero)	-	B
27	Banco Pastor	469	B
28	Caja de Ahorros de la Inmaculada	493	SB
29	Caja de Burgos	498	SB
30	Caja de Ahorros de Navarra	500	SB
31	Caja General de Ahorros de Canarias	529	SB
32	Caja de Ahorros de Vitoria y Álava	534	SB
33	Sa Nostra – Caixa de Baleares	549	SB
34	Confederación Española de Caja de Ahorros	590	SB
35	Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla	601	SB
36	Caixa de Sabadell	660	SB
37	Caja Cantabria	664	SB
38	Caja Insular de Ahorros de Canarias	689	SB
39	Caja San Fernando de Sevilla y Jerez	708	SB
40	Caja de Ahorros de Extremadura	727	SB
41	Caixa d’Estalvis de Tarragona	737	SB
42	Caja de Ahorros de Burgos	738	SB
43	Caixa d’Estalvis Laietana	742	SB
44	Banco Guipuzcoano	752	B

^a B si es un banco, SB si es caja de ahorros y CB si es cooperativa.

Tabla 6. “The Banker”, ranking 1992 de los bancos españoles en el mundo

	Ranking 1992	Tipo ^a
1	31	B
2	37	B
3	59	B
4	69	B
5	96	SB
6	101	B
7	106	SB
8	120	B
9	203	B
10	239	SB
11	327	B
12	345	SB
13	367	SB
14	372	B
15	440	B
16	441	SB
17	444	SB
18	445	B
19	485	CB
20	505	B
21	524	SB
22	535	SB
23	561	B
24	589	SB
25	604	B
26	608	SB
27	683	B
28	686	SB
29	688	B
30	692	B
31	707	SB
32	729	SB
33	759	B
34	784	SB
35	797	B
36	803	SB
37	806	SB
38	841	SB
39	860	B
40	864	SB
41	865	SB
42	885	SB
43	979	SB
44	986	SB
45	987	SB

^a B si es un banco, SB si es caja de ahorros y CB si es cooperativa.

Tabla 7. Financial Times, Ranking de las mayores empresas españolas en Europa

	2001	2000	Capitalización (millones \$)	Sector
Telefónica	18	15	75.515	Telecom
BSCH	38	46	48.311	Banking
BBVA ^a	39	-	46.774	Banking
Repsol YPF	82	74	20.552	Oil
Endesa	90	84	18.208	Energy
Iberdrol0061	139	148	11.384	Energy
Gas Natural	188	182	8.244	Gas
Terra	225	110	7.176	Technology
Banco Popular	226	249	7.135	Banking
Unión Fenosa	260	295	5.585	Energy
Altadis	308	349	4.487	Tobacco
Amadeus	316	238	4.406	Technology
Carrefour ^a	353	-	3.712	Distribution
Prisa ^b	365	-	3.555	Communications
Zeltia ^b	415	-	2.802	Biotechnology
Bankinter	428	391	2.618	Banking
Acesa	452	486	2.445	Highways
Acciona	468	392	2.362	Construction
FCC	474	-	2.326	Construction
Cepsa	486	470	2.221	Oil

Fuente: Expansion, May 11 2001

^a New company from merger of two existing companies in 2000

^b Newly listed companies

Tabla 8. Empresas que cotizan en España

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Número de empresas	867	868	801	763	652	615	606	667	872	1367	1869	2512	3000
<i>mercado continuo</i>	116	122	124	121	127	127	134	143	149	148	155	160	164
<i>viva voz</i>	751	746	677	642	525	488	472	520	723	1219	1714	2352	2836
Capitalización (millones euros)	72121,5	89564,0	83907,901	127733,7	125582,1	142015	194990,1	273691,3	355660,3	464453,7	581090,8	580028,8	478342,4
<i>mercado continuo</i>	58718,9	75177,0	73286,2	118434,8	116110,1	131796,5	183575,7	259020,0	333138,0	424889,2	525990,2	510694,4	404322,4
<i>viva voz</i>	13402,6	14387,0	10624,7	9512,2	9472,0	10218,4	11414,4	14671,3	22521,7	39564,4	55100,6	69334,3	74020,0
PIB a precios corrientes (millones €)	322862	356593	398982	394928	394001	437787	464251	494140	527976	565199	609318	651641	693925
Capitalización/PIB (%)	22,3%	25,1%	21,0%	32,3%	31,9%	32,4%	42,0%	55,4%	67,4%	82,2%	95,4%	89,0%	68,9%
Capitalización IBEX-35 (millones €)			46019,8	78454,6	71361,3	84282,6	119500,7	168125,5	228735,0	293034,4	306948,7	291160,5	215467,6
Capitalización IBEX-35/GDP (%)			11,5%	19,9%	18,1%	19,3%	25,7%	34,0%	43,3%	51,8%	50,4%	44,7%	31,1%
Capitalización IBEX-35/Capitalización			54,8%	61,4%	56,8%	59,3%	61,3%	61,4%	64,3%	63,1%	52,8%	50,2%	45,0%

Fuente: CNMV y Sociedad de Bolsas

Tabla 9. Composición del IBEX-35

	31/12/1992	05/12/1995	30/01/2004
	Peso %	Peso %	Peso %
1 Telefónica	13,80	11,62	21,94
2 Banco de Santander ^a	6,24	6,61	15,58
3 Banco Bilbao Vizcaya ^b	7,06	6,72	12,1
4 Repsol	10,83	8,52	7,04
5 Endesa	12,58	12,86	5,63
6 Iberdrola	7,32	7,27	4,92
7 Banco Popular	4,07	4,40	3,92
8 Altadis (Tabacalera)	1,94	1,21	2,41
9 Gas Natural	2,87	5,01	2,37
10 Abertis (ACESA)	2,63	2,13	2,09
11 Inditex	–	–	2,07
12 ACS	–	–	1,66
13 Unión Eléctrica Fenosa	1,58	1,46	1,65
14 Telefónica Móviles	–	–	1,39
15 Ferrovial	–	–	1,14
16 Arcelor (Aceralia)	–	–	1,07
17 Sogecable	–	–	0,92
18 Amadeus	–	–	0,9
19 Acciona	–	–	0,89
20 Bankinter	1,43	1,26	0,87
21 Iberia	–	–	0,87
22 Sacyr-Vallehermoso	0,51	0,70	0,86
23 Acerinox	0,81	1,07	0,83
24 FCC	1,68	1,06	0,83
25 Metrovacesa	0,63	0,67	0,69
26 Gamesa	–	–	0,66
27 Red Eléctrica	–	–	0,63
28 Mapfre	1,06	1,37	0,61
29 Prisa	–	–	0,6
30 Enagas	–	–	0,59
31 Indra	–	–	0,56
32 TPI	–	–	0,5
33 Banesto	2,63	3,70	0,47
34 NH Hoteles	–	–	0,41
35 Zeltia	–	–	0,39
36 (Banco Central Hispano)	6,40	3,06	–
37 Centros Comerciales Pryca ^c	3,92	3,39	–
38 Fuezas Eléctr. de Cataluña	1,77	1,26	–
39 Sevillana de Electricidad	1,54	1,88	–
40 Autopistas del Mare Nostrum	1,19	0,77	–
41 Hidroeléctrica del Cantábrico	0,96	1,09	–
42 Dragados y Construcciones	0,95	0,71	–
43 Corporación Financiera Alba	0,90	0,85	–
44 Porland Valderribas	0,65	–	–
45 Asland	0,64	–	–
46 Viscofan	0,28	0,22	–
47 Cubiertas y MZOV	0,25	0,27	–
48 Uralita	0,24	0,49	–
49 Energía e Industrias Aragonesas	0,20	–	–
50 Sarrió	0,19	–	–
51 Inmobiliaria Urbis	0,15	–	–
52 Agromán	0,11	–	–
53 Aguas de Barcelona	–	1,19	–
54 (Centro Comercial Continente)	–	1,92	–
55 (Argentaria)	–	4,50	–
56 Asturiana del Zinc	–	0,30	–
57 Amper	–	0,15	–
58 Empresa Nacional de Celulosa	–	0,34	–
Total	100,00	100,00	100,00

Fuente: Meff 1997; CNMV y Sociedad de Bolsas.

^a: BSCH since 2000. ^b: BBVA since 2000. ^c: Carrefour since 2000.

Tabla 10. Proceso de privatización de grandes empresas públicas: % propiedad del estado

Empresa	1990	1995	2004
Gas Natural		3.8	0 (1996)
Repsol	66.5	21	0 (Abril 97)
Telefónica	32	21.16	0 (1997)
Tabacalera	52.4	52.4	0 (Abril 98, Altadis)
Endesa	75.6	66.9	0 (Junio 98)
Argentaria	100	51.66	0 (1998) fusión BBV
Iberia	100	100	0 (Abril 01)

Fuente: Elaboración propia

Tabla 11. Los bancos como accionistas (1996-2004)

		BBVA	Santander	La Caixa	Caja Madrid	Endesa	Estado	Otros
Repsol	1996	5,00		5,00			7,00	
	2004	5,14		10,03		3,02	—	Iberdrola 3,27
Telefónica	1996	3,05 + 3		5,00			16,00	
	2004	5,52		3,77			—	
Endesa	1996	0 + 1,00	3,00				10,00	
	2004			5,00	5,01		—	
Gas Natural	1996			25,50			1,00	
	2004	1,04		28,82			—	Repsol 24%, Caixa Cat. 3,03%
Cepsa	1996		0 + 8,70			6,00		
	2004		32,27				—	Total 45%
Iberia	1996						100,00	British Air. 10%, Logista 6,7%
	2004*	9,41			10,00		5,81	El Corte Ing 3%, Cajas 4,07%
Iberdrola	1996	10,70						
	2004	9,83					—	BBK 5,01%
Agbar	1996			25,00				
	2004			24,02		11,64	—	Suez 49%
Unión Fenosa	1996	0 + 1,00	0 + 7,50			7,50		
	2004		20,34				—	Caixa Galicia 6,76%
Sogecable	1996	15,79			5,60			
	2004	6,03			5,02		—	Telefón 22,3%, Vivendi 16,4%
Hidrocarbónico	1996			10,00				
	2004*						—	CajAstur 25%

Fuente: Elaboración propia a partir de El País, 13 Mayo de 1996; Expansión 3-4 Febrero 2004 e información de CNMV

* Las participaciones en Hidrocarbónico e Iberia son de Diciembre del 2002, el resto son de 4 de Febrero del 2004

Tabla 12. Los bancos en los Consejos de Administración (1996-2004)

		BBVA	Santander	La Caixa	Caja Madrid	Endesa	Estado	Others	TOTAL	
Repsol	1996	1					7		16	1996
	2002	2		2			—		12	2002
Telefónica	1996	2 + 2		2			16		25	1996
	2002	4		2			—		20	2002
Endesa	1996	1					10		12	1996
	2002				1		—		14	2002
Gas Natural	1996			5			1		13	1996
	2002			5			—		12	2002
Cepsa	1996		0 + 5						19	1996
	2002						—		19	2002
Iberia	1996							British Air. 2	19	1996
	2002	1			1		—	El Corte Inglés 1, Logista 1	12	2002
Iberdrola	1996	8	2 ^a						26	1996
	2002	4					—	BBK-2	21	2002
Agbar	1996	2		6		2			19	1996
	2002						—		17	2002
Unión Fenosa	1996	0 + 1	0 + 6			1			26	1996
	2002						—		19	2002
Sogecable	1996									1996
	2002						—		18	2002
Hidrocantábrico	1996									1996
	2002						—	EDP 5, EnBW 4, CajAstur 3	14	2002

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de Buen Gobierno, CNMV y El País, 13 Mayo de 1996

^aOriginalmente de Banesto

Unión Fenosa: El consejo de administración está formado por 10 dominicales, 4 ejecutivos, 4 independientes y 1 externo