



LA PARTICIPACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN EL CAPITAL DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

Antonio Torrero Mañas ¹

1. Introducción ²

Este es un tema polémico sobre el que existe una literatura muy amplia. Abordarlo con rigor exigiría analizar los diferentes aspectos con el apoyo de la bibliografía existente, lo cual requeriría más espacio del disponible. Supongo que por deformación profesional considero imprescindible ofrecer referencias de las publicaciones en las que se fundamenta la exposición, por si el lector desea profundizar sobre alguna cuestión. Entiendo cumplida esa obligación, al menos en parte, remitiendo al posible interesado al inventario publicado hace unos años (TORRERO, 2001).

Precisaré el objetivo de este artículo. Me referiré a la inversión en acciones de las entidades de crédito (básicamente Bancos, Cajas y Cooperativas de Crédito) en empresas comerciales e industriales, concebida a largo plazo y con propósito de involucrarse, o interesarse, en la gestión de la empresa participada.

Existen diferencias importantes entre una inversión en acciones con carácter estable, que en el caso de las entidades de crédito comporta normalmente colaboración en la financiación de la empresa, y otra orientada por la posibilidad de obtener rentabilidad, sin propósito de permanencia ni compromiso alguno. La fundamental es la implicación en el gobierno de la empresa. Una inversión significativa y estable conlleva la vigilancia de la gestión y la intervención en las decisiones estratégicas.

La inversión así concebida supone que la entidad de crédito no se plantea, al menos en principio, pronunciarse respecto de la gestión, decidiendo mantener la inversión o venderla; se entiende que la vía prevista es intentar influir en las decisiones de la empresa en caso de desacuerdo. De esta forma, en la ya clásica alternativa de HIRSCHMAN (1970) entre negociación o venta, la inversión estable se inclina por la primera vía.

La exposición tratará, en primer lugar, del horizonte temporal de la inversión; en segundo término del ordenamiento institucional en los distintos países, y de los cambios que se han producido en las ideas prevalecientes; por último, haré referencia a las distintas visiones e intereses.

1 Catedrático de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá.

2 Agradezco las correcciones propuestas por el profesor Sánchez-Real de la Universidad de Alcalá.

2. La dimensión temporal

El tiempo juega un papel fundamental en dos aspectos: en las convicciones respecto al juicio que merecen las distintas opciones de inversión; y en el horizonte con el cual se contempla la inversión.

Al inversor le interesa la tenencia de acciones si la rentabilidad esperada y el riesgo estimado le parecen más favorables que el empleo de los recursos en activos alternativos; en el caso de una entidad de crédito, respecto a la inversión en créditos y renta fija. Como nadie conoce el futuro, pero es preciso adoptar decisiones, los inversores se apoyan en la información disponible y, sobre todo, en el comportamiento del pasado, lo cual es inevitable, pero también puede ser muy peligroso. De ahí que una cuestión clave para los inversores sea realizar previsiones sobre el mantenimiento o ruptura de las tendencias ³.

La economía de mercado exige una relación coherente entre rentabilidad y riesgo, esto es, que la rentabilidad de la inversión sea mayor cuanto más elevado el riesgo. Así sucede, en períodos largos, en todos los países. En consecuencia, la rentabilidad de las acciones supera a la de la renta fija y en ésta es más elevada, generalmente, en las emisiones privadas que en las públicas, y también mayor según lo sea el vencimiento de la emisión.

Si consideramos el rendimiento de las obligaciones privadas como un indicador de la rentabilidad de los créditos, podemos admitir, como punto de partida, que el inversor a largo plazo obtiene una rentabilidad superior de la inversión en acciones, como compensación por el mayor riesgo asumido puesto que la fluctuación de las valoraciones (medida habitualmente por medio de la desviación típica) es también mayor. La Tabla 1 proporciona datos significativos.

Tabla 1.
Rendimientos en términos reales 1900-2000. Media aritmética y Desviación Típica. Porcentajes

Países	Acciones		Obligaciones		Renta Fija a corto plazo	
	Media	Desviación Típica	Media	Desviación Típica	Media	Desviación Típica
Canadá	7'7	16'8	2'4	10'6	1'8	5'1
Francia	6'3	23'1	0'1	14'4	- 2'6	11'4
Alemania	8'8	32'3	0'3	15'9	0'1	10'6
Italia	6'8	29'4	- 0'8	14'4	- 2'9	12'0
Japón	0'3	30'3	1'3	20'9	-0'3	14'5
España	5'8	22'0	1'9	12'0	0'6	6'1
Suecia	9'9	22'8	3'1	12'7	2'2	6'8
Reino Unido	7'6	20'0	2'3	14'5	1'2	6'6
Estados Unidos	8'7	20'2	2'1	10'0	1'0	4'7

Fuente: E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton. *Triumph of the Optimists*, p. 60.

³ SOROS (1995, p. 12) expresa la cuestión con claridad: "Trato de descubrir señales reveladoras del agotamiento de una tendencia. Entonces me separo del rebaño y busco una tesis diferente para invertir. O, si creo que la tendencia se ha prolongado en exceso, puedo probar a situarme en contra de ella. La mayor parte de las veces, el que se sitúa en contra es castigado. Solo encuentra recompensa si se produce un punto de inflexión".



Como puede apreciarse en la Tabla 1, en todos los países, la rentabilidad de las acciones es muy superior a la de la renta fija en períodos largos (nótese que en el cuadro se computan datos de un siglo), pero las desviaciones de los rendimientos respecto al promedio son más altas. Los inversores en renta fija aceptan una menor rentabilidad a cambio de mayor estabilidad ⁴.

Esa mayor inestabilidad (volatilidad), de los rendimientos de las acciones es clave, ya que los períodos bajistas no sólo pueden ser intensos, sino muy duraderos, lo cual implica que el inversor en acciones tenga que asumir pérdidas cuantiosas de forma sostenida en esas coyunturas negativas.

En los Estados Unidos, por ejemplo, en la tercera parte de los años del siglo veinte los resultados de la inversión en acciones fueron negativos en términos reales (DIMSON *et al.*, p. 55). En la crisis de 1929-1931 la caída de las cotizaciones en términos reales fue del 60% y sólo en 1955 se superaron los niveles anteriores al desplome. En el Reino Unido la baja de 1973-1974 fue del 71% en términos reales.

El caso de Japón es especialmente significativo. Entre 1990 y 2002 el índice Nikkei de Tokio bajó un 75% en una caída prácticamente continua. En Japón la participación de los bancos en las empresas es una característica esencial; sobre la base de las grandes revalorizaciones previas al derrumbe de las cotizaciones se fundamentó la expansión nacional e internacional de la banca nipona. El estancamiento económico de Japón desde 1990 ha tenido su origen, en buena medida, en la mayor crisis bancaria de la historia, provocada por las pérdidas en la valoración de los activos.

En España, el informe realizado por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid para el período 1980-2004 muestra la misma tendencia advertida en la Tabla 1. La rentabilidad anual de la inversión en obligaciones fue del 13'41% y la de una cartera de acciones con distribución similar al índice de la Bolsa de Madrid ascendió al 18'65%. Con datos correspondientes a la etapa 1963-1988, la rentabilidad de los bonos bancarios fue del 8'63% frente al 17'28% de la Bolsa ⁵.

En períodos de crisis como en el de 1974-1984, sin embargo, los resultados obtenidos por las distintas opciones de inversión arrojan un panorama muy distinto, como se aprecia en la Tabla 2. Tanto en términos nominales como reales, la cartera de créditos proporcionó una rentabilidad nominal elevada con rendimientos reales prácticamente nulos; en contraste, las acciones tuvieron pérdidas reales que ascendieron a casi el 75% del capital invertido.

4 La cuantía de la diferencia de rentabilidad entre acciones y obligaciones (prima de riesgo) ha dado lugar a una copiosísima literatura a partir, sobre todo, de la aportación de MEHRA y PRESCOTT (1985).

5 Estos últimos datos corresponden a la tesis doctoral de S. Iruretagoyena: "Análisis de la evolución de precios y rentabilidades en la Bolsa Española 1940-1988". Tomo la referencia de Bolsa de Madrid (2004, p. 16).

**Tabla 2. España. Rentabilidad obtenida por 100 pts. invertidas en el período 1974-1984
(con reinversión de intereses y dividendos)**

	% Rentabilidad nominal total del período	% Rentabilidad nominal anual acumulativo	% Rentabilidad real total del período	% Rentabilidad real anual acumulativo
Inversión en acciones ^(*)	+ 30'11	+ 2'42	- 74'18	- 11'58
Inversión en créditos ^(**)	+ 399'26	+ 15'74	-1'00	- 0'09
Inversión en Obligaciones de empresas no bancarias ^(***)	+ 254'22	+ 12'18	- 29'76	- 3'16

^(*) Inversión distribuida de acuerdo con la composición del Índice de la Bolsa de Madrid.

^(**) Créditos bancarios a más de 3 años.

^(***) Al tipo medio de emisión.

Fuente: Índices de Cotización de Acciones de la Bolsa de Madrid 1941-1987. Boletines Estadísticos del Banco de España.

Los datos anteriores permiten situar la conveniencia de la inversión en acciones con perspectiva. No hay duda que en el largo plazo su rentabilidad es mayor a la de otras opciones; también hay evidencia, sin embargo, de que en coyunturas bajistas las pérdidas pueden ser muy intensas durante períodos prolongados. Por eso, cuando se plantea la conveniencia de que los fondos de la seguridad social pública se inviertan en renta variable, para conseguir mayor capitalización y mejorar las prestaciones futuras —o reducir las aportaciones actuales— la réplica es la desprotección que puede resultar de una baja profunda y duradera de las cotizaciones ⁶.

En el caso de las entidades de crédito la cuestión es más compleja al existir el respaldo público para garantizar el funcionamiento ordenado del sistema bancario. El peso de la renta variable en el activo del balance lo determina la institución evaluando la rentabilidad esperada, el capital propio consumido y la aceptación de un nivel de riesgo determinado. Conviene insistir en que se toma normalmente como medida del riesgo la volatilidad, lo cual implica suponer que ese patrón de comportamiento observado en el pasado se seguirá manteniendo en el futuro.

La naturaleza cambiante de las expectativas y de la percepción del riesgo⁷ entre los diferentes activos es clave para comprender la cuantía de la renta variable en las carteras de las entidades de crédito en los países en los cuales la inversión en acciones está permitida, como es el caso de España. La vocación, especialización, y aún la ubicación geográfica de la institución, completan el conjunto de factores que intervienen en la decisión.

6 En el debate sobre la reforma de la seguridad social que tiene lugar en los Estados Unidos se han revisado los datos del pasado sobre los que se fundamentan las previsiones. Para el período 1945-2003 la media de los rendimientos reales en acciones fue del 8'7% y en bonos del 4'4%. El promedio estimado de los rendimientos es del 6'9%, supuesto que la inversión de los fondos de la seguridad social se distribuyera un 60% en acciones (índice Standard and Poors 500) y un 40% en un índice de bonos (FELDSTEIN, 2005).

7 Una referencia más amplia a la diferencia entre riesgo e incertidumbre puede encontrarse en TORRERO (2004).



En períodos de bolsa alcista, la posibilidad de participar en la tendencia positiva es un aliciente para preferir las acciones a otras alternativas; cuando se produce una caída bursátil de larga duración que modifica las expectativas de los inversores y, al tiempo, tiene lugar un alza de los tipos de interés, situándose estos en niveles positivos en términos reales, la opción de inversión en acciones presenta la cara más negativa, agravada por la dificultad de vender la participación por los estrechos lazos existentes ya que la institución bancaria suele ser un acreedor importante. La Tabla 2 refleja esa situación.

En España, en la actualidad, los grandes bancos han reducido sus participaciones tradicionales al amparo de la bonanza bursátil de los tres últimos años, buscando realizar plusvalías para cubrir las dotaciones necesarias para compensar los resultados negativos de su expansión internacional. Si bien esa expansión les ha permitido un aumento del margen de intermediación, esa mejora comporta un mayor riesgo por la menor calidad de los prestatarios y la escasa estabilidad de las divisas de los países sudamericanos en los cuales se concentra la mayor parte de la expansión internacional.

En el caso de las Cajas de Ahorro, el aumento de la inversión en acciones aparece ligado a la necesidad de compensar el estrechamiento del margen de intermediación con los rendimientos mayores de las acciones. También, en este caso, se está incrementando el riesgo asumido.

3. Orientación institucional de los sistemas financieros

En otros trabajos he aludido a las circunstancias históricas que contribuyen a explicar la diferente organización de los sistemas financieros en los principales países, así como en España⁸. En esencia, existen dos clases de sistemas financieros: los fundamentados en el sistema bancario, y los que tienen como institución clave los mercados financieros. Según MAYER (1994, p. 9-10) las dos estructuras son resultado de las relaciones existentes entre la propiedad de las empresas y las fórmulas de financiación. En los sistemas financieros con predominio bancario, la concentración de propiedad es mayor y existen estrechas relaciones, concebidas a largo plazo, entre las empresas y las entidades de crédito; si los mercados constituyen el pivote fundamental, la propiedad de las empresas está más dispersa y las relaciones entre éstas y las instituciones bancarias se establecen a corto plazo jugando un menor papel la fidelidad y la mutua confianza.

De la distinta organización se derivan diferentes fórmulas de financiación. Las relaciones financieras concebidas a largo plazo precisan el compromiso de accionistas estables e importantes; con la propiedad dispersa, la movilidad de los accionistas es mayor y menor su disponibilidad a compromisos a largo plazo.

8 En TORRERO (1999) se revisa el tema.

Las consecuencias de estas diferentes relaciones afectan a tres aspectos: la distribución del riesgo; la flexibilidad en la asignación de los recursos; y el gobierno de las empresas.

En cuanto a la distribución del riesgo, la propiedad dispersa implica familiaridad con el riesgo de los agentes económicos, identificado éste con la mayor volatilidad que supone la inversión en títulos cotizados –dentro de éstos la más elevada corresponde a las acciones– incidiendo las fluctuaciones de los mercados de manera directa e inmediata sobre la riqueza de los inversores.

La mayor concentración de la propiedad, y las relaciones financieras estables de las empresas con las entidades de crédito, conllevan un menor riesgo para el ahorrador, que prefiere los activos financieros emitidos por el sistema bancario, soportando el riesgo los accionistas de referencia, en muchas ocasiones las propias entidades de crédito. Desde la perspectiva temporal, dada la rapidez en el ajuste de los mercados, las consecuencias económicas son inmediatas; cuando el predominio corresponde al sistema bancario, puede retrasarse la aceptación de la evolución negativa de las empresas y el ajuste se distribuye en el conjunto de la economía y en un espacio temporal más amplio.

Respecto a la flexibilidad en la asignación de los recursos, la cotización constituye la valoración de los inversores en cada momento de las expectativas de tipos de interés, de los beneficios de sectores y empresas; esa evaluación afecta a la asignación de los recursos financieros orientándolos hacia las actividades preferidas por los inversores. En las dos últimas décadas, los mercados financieros, en especial los de acciones, han aumentado su importancia en todos los países⁹. El papel de los mercados en la asignación del ahorro –nuevas emisiones– se ha acentuado en la etapa de auge pero, sobre todo, se ha puesto de relieve la función de difusión de la información, y la importancia de las valoraciones como guía de las reestructuraciones empresariales, fundamentales en una época de profundo cambio tecnológico y de globalización económica.

Se ha destacado que en las economías con mayor concentración de la propiedad, con sistemas financieros en los cuales predominan las entidades de crédito con carteras de renta variable significativas, los ajustes precisos por las nuevas tecnologías y la globalización no se han llevado a cabo con la misma rapidez y contundencia, puesto que la capacidad orientadora de los mercados es menor que cuando la propiedad está dispersa; además, los accionistas importantes pueden retrasar los ajustes si estos implican asunción de pérdidas o reducción de cota de poder.

El tercer frente es el gobierno de las empresas. En las dos últimas décadas se ha incrementado el papel de los mercados en la valoración de la gestión de los directivos de las

9 A explicar las razones de este progreso y sus consecuencias se dedica el Documento de Trabajo (TORRERO, 2005).



empresas; a través del mercado se han establecido las recompensas (opciones sobre acciones) y también la corrección cuando los inversores más avisados estimaban que los gerentes no obtenían el nivel de rentabilidad exigible a los activos gestionados (a través de las OPA).

La idea fundamental que se ha impuesto es que los mercados ejercen la función monitora de vigilancia y control de la gestión empresarial de forma rápida y efectiva. Un aspecto significativo es que la disciplina la impone el mercado sin considerar las relaciones personales que existen en los órganos de control y gestión de las empresas. Se subraya, en este sentido, que la información más cercana del accionista de referencia se ve compensada por la conducta resolutive de los inversores, aunque su nivel de conocimiento sea menor.

La razón fundamental que avala la preferencia por la acción correctiva de los mercados, es el fracaso advertido en el gobierno de las empresas por las entidades de crédito en los países con acusada presencia de éstas en los órganos directivos de las empresas participadas. En el caso de Japón, la realidad mostró de forma contundente que los accionistas de referencia, lejos de impulsar las reestructuraciones precisas, contribuyeron a que los problemas derivados de sobreinversiones o deficientes asignaciones se hicieran más profundos, lo cual afectó finalmente a la solvencia de las instituciones accionistas-prestamistas.

4. Las finanzas en tiempos de cambio

En otros trabajos (TORRERO 2003, a) he analizado los profundos cambios que se han producido en las ideas prevalecientes sobre los modelos de organización financiera. No es exagerado afirmar que en la década de los noventa ha tenido lugar un cambio radical en la concepción del papel a desempeñar en la economía, tanto de los países desarrollados como en los emergentes, por los intermediarios bancarios y los mercados financieros. En el debate, la participación de las entidades de crédito en las empresas comerciales e industriales es un punto significativo y a él limitaré la atención.

El cambio en las ideas se asienta en la muy diferente evolución de las economías desde la década de los noventa. Aunque con diferencias notables, Alemania¹⁰ y Japón tienen en común la notable concentración de la propiedad de las empresas y el protagonismo de las entidades de crédito como accionistas. También se caracterizan ambos por el ritmo lento de crecimiento económico en los tres últimos lustros; en el caso de Japón cabe calificar su evolución de práctico estancamiento acompañado de una profunda caída en las valoraciones de los activos y de la crisis bancaria más profunda y duradera de la historia.

10 Tomo a Alemania como país más representativo; aunque, con algunas diferencias significativas, los países de Europa continental tienen características similares en cuanto a la concentración de la propiedad y participación de las entidades de crédito en las empresas. En el trabajo de STULZ (2005, p. 56) los países con menor peso de accionistas de referencia (*corporate insiders*) son Irlanda, UK y USA. En Francia, Italia, Alemania y España, por ese orden de menor a mayor, el accionista de referencia es más importante.

Las economías integradas en el denominado modelo anglosajón se caracterizan por la propiedad atomizada de las empresas cotizadas y la prohibición de que las instituciones bancarias participen de forma significativa y estable en las empresas¹¹. En esos países, en particular en los Estados Unidos, el ritmo de crecimiento ha sido espectacular; también han sufrido fuertes bajas en la cotización de las acciones, principalmente en las empresas tecnológicas en los años 2000/2001, pero los efectos recesivos generados por la caída han sido, por lo advertido hasta ahora, de escasa intensidad y duración al no afectar a las entidades de crédito que han acentuado su actividad financiadora compensando la parálisis de la financiación procedente de los mercados como consecuencia de la crisis bursátil.

La evolución dispar de economías con estructuras financieras tan distintas ha generalizado la idea de que la organización financiera es un factor relevante para explicar la atonía de un área y el esplendor de la otra.

Dos cuestiones fundamentales se han argumentado para explicar las diferencias: los estímulos a la investigación en las nuevas tecnologías de la información y transmisión de datos, y el gobierno de las empresas. En Japón y Alemania se ha considerado que el protagonismo del sistema bancario y la menor presencia de los mercados financieros ha impedido la reasignación de recursos hacia los nuevos sectores en expansión; en los Estados Unidos, por el contrario, las valoraciones de los mercados han sido guía y estímulo al fomento del capital riesgo que, junto a las bolsas, han jugado un papel determinante en la financiación de las empresas de la nueva economía y en la orientación de la inversión hacia las actividades más prometedoras.

Permítaseme que insista muy brevemente en la radicalidad del cambio que se ha producido en las ideas sobre los efectos económicos de la organización financiera.

MAYER y SUSSMAN (2001, p. 62) advierten que en los años ochenta habríamos elegido como modelo financiero ideal a Japón, pero la elección hubiera sido muy distinta en los noventa. Para los países emergentes el modelo más adecuado también se consideraba que era el fundamentado en la intermediación bancaria siguiendo la estela de los existentes en Japón, Alemania y Francia (SING, 1993, p. 23).

En 1991 el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos elaboró una propuesta: *Modernizing the Financial System* que proponía al alemán como referencia y consideraba el modelo germano de banca universal como el más liberal del mundo (BAUMS y GRUSON, 1993). La posición de BENSTON (1994) es clara:

11 Es importante advertir, sin embargo, el notable incremento de la concentración de la propiedad de las sociedades, consecuencia del mayor peso de las instituciones de inversión, en particular de los fondos de pensiones, asunto de gran relevancia que no es posible analizar aquí.



“Después de considerar las cuestiones de estabilidad financiera, desarrollo económico, competencia entre las instituciones financieras, concentración de poder político y económico, preferencia del consumidor, y conflictos de interés, creo que la banca universal puede proporcionar beneficios considerables añadiendo pocos problemas a la economía” (pp. 127, 128).

Calomiris, en distintas aportaciones (veáse p.ej. las publicadas en fechas tan cercanas como 1993 y 1995), apunta cuatro argumentos a favor del sistema germano/japonés: el papel del banco como monitor; la importancia del banco como referencia para otros prestamistas e inversores; la resolución ordenada de las crisis empresariales; y el estímulo al surgimiento de nuevas empresas (1993, pp. 6-8).

Pues bien, los argumentos esgrimidos entonces a favor de la implicación estable de las entidades de crédito con las empresas son los utilizados ahora en sentido contrario. En el cambio de convicciones la crisis japonesa ha jugado un papel fundamental poniendo en evidencia el precario papel de los bancos como monitores, el sostenimiento de empresas en crisis (empresas zombies las denominan HOSHI y KASHYAP, 2004), y la escasa presencia de las entidades de crédito en el surgimiento de empresas en la nueva economía.

El único objetivo que pretendo con una referencia tan esquemática es subrayar que las ideas actuales deberían situarse en una perspectiva histórica amplia. La capacidad de mutación de las finanzas y la complejidad del fenómeno financiero previenen sobre la aceptación de las ideas actuales como si fueran el final consolidado de un largo proceso. Dentro de una década, probablemente nos asombraremos de los cambios que se han producido respecto a la situación actual.

5. El sombrero del analista

Es importante matizar los juicios y opiniones de los analistas económicos, o de los responsables políticos e institucionales, teniendo en cuenta su especialización, responsabilidad e interés. En relación al funcionamiento de las instituciones, SIMON (1983) señalaba:

“Haríamos bien en considerar estas instituciones con mayor sofisticación; tendríamos que reconocer que tienen imperfecciones. Deberíamos corregirlas, pero reconociendo que determinados fenómenos políticos —el intento de influir en la legislación o en la administración de la ley, la defensa del interés especial— son parte esencial del funcionamiento de las instituciones políticas en una sociedad donde hay, de hecho, una gran diversidad de intereses, y donde la mayoría de las personas se espera presten atención a su propio interés privado. Las actividades que llamamos “políticas” son simplemente otra manifestación de la inclinación de los seres humanos a identificarlas con los objetivos personales e intentar que esos se realicen de forma legal” (p. 100).

Cuando se considera la conveniencia, o no, de permitir, animar o prohibir la relación estable de las entidades de crédito con las empresas comerciales e industriales, en la cual la participación en el capital es fundamental, es preciso considerar numerosos aspectos de gran complejidad como la tradición legal, la ubicación y vocación de las instituciones bancarias, o la existencia de vías alternativas de financiación para las empresas. Los juicios deben valorarse teniendo en cuenta, además, la visión e interés del analista.

Desde la perspectiva de una patronal de empresas comerciales e industriales, el objetivo clave se supone que será que las instituciones bancarias proporcionen la financiación precisa al menor coste posible para facilitar el funcionamiento de las empresas. Le preocuparán los efectos inflacionistas que puedan derivarse de una financiación abundante y barata, pero esa no es su inquietud fundamental, como lo sería, en cambio, para el Ministro de Economía o para el Banco Central.

La visión de los sindicatos, al situar en primera línea el mantenimiento del empleo, sería la defensa de la mayor implicación posible de las instituciones bancarias en las empresas, puesto que constituye un factor de estabilidad en las empresas y en el empleo.

Las prioridades de un Banco Central son el control de las presiones inflacionistas y cuidar de la estabilidad del sistema financiero. Es lógico que no se muestre inclinado a celebrar la participación de las instituciones bancarias en las empresas, puesto que ello implica la asunción de un mayor riesgo que, en coyunturas adversas, puede amenazar la solvencia de la institución bancaria y la estabilidad del sistema financiero.

Las distintas perspectivas, o prioridades, no sólo son legítimas, sino enriquecedoras. Una sociedad avanzada la integran numerosos agentes con intereses propios que deben defender. La interacción de actuaciones dará lugar a una resultante determinada que variará según se modifique la relación de fuerzas. Me parece sin embargo positivo que el economista distinga las propensiones y los intereses de cada grupo o institución y los tenga en cuenta al considerar los análisis y opiniones que emitan y las medidas que propugnen.

Desde una perspectiva general, la implicación de las entidades de crédito en las empresas es un factor de estabilidad económica y social; esa característica puede ser positiva en unas circunstancias y negativa en otras, puesto que la mayor estabilidad puede suponer también menor flexibilidad, cuestión fundamental en épocas de cambio acelerado que exige la reasignación rápida de los recursos orientándolos hacia los sectores más prometedores.

El caso de Japón constituye un ejemplo de los peligros de una implicación excesiva, puesto que la supervivencia de muchas empresas se hizo a costa de la solvencia del sistema bancario y del estancamiento de la economía. El asunto, pues, no es de fácil conclusión; las mismas instituciones que hicieron posible el ascenso de Japón, han sido las responsables de las dificultades de la economía nipona desde la década de los noventa. La cuestión, difícil de



dilucidar, y aún más problemática de resolver, es considerar la coherencia del marco institucional en relación a las tradiciones y prioridades del país en una circunstancia determinada (TORRERO, 2003, b).

6. Nota final

No me parece prudente un pronunciamiento general respecto a la conveniencia, o no, de que las entidades de crédito participen de manera estable en las empresas comerciales e industriales. En unos países predomina la opinión negativa, y en otros la aceptación es mayor. Incluso en un mismo país el fiel de la opinión se inclina en función de la experiencia vivida, sobre todo de la más reciente.

Tampoco creo que deban considerarse los criterios prevalecientes en la actualidad como una tendencia irreversible. Entiendo, por tanto, que los análisis y propuestas deberían hacerse teniendo en cuenta las circunstancias concretas del país en cuestión.

Aún así, creo que pueden formularse algunas reflexiones para situar los análisis y propuestas con perspectiva:

- Los modelos de sistema financiero no son intercambiables al menos en el corto y medio plazo. Ni los Estados Unidos pueden implantar el modelo europeo, ni al contrario. Lo posible es una deriva en una u otra dirección, forzosamente realizada de forma pausada, ya que los modelos se fundamentan en la tradición histórica, y el sistema legal; actúan además interrelacionados con el funcionamiento de otros mercados, en particular con el de trabajo (TORRERO, 2004).
- La cuestión clave se sitúa en relación al riesgo: cuánto riesgo se asume y quién lo soporta. Si las familias no están acostumbradas a la asunción del riesgo derivado de la asignación directa de sus recursos, no puede pensarse en los mercados financieros como alternativa válida, a gran escala, respecto a los intermediarios bancarios.
- El desarrollo de los mercados financieros es fundamental pero no constituye una opción real de financiación para la gran masa de empresas que constituyen el corazón del aparato productivo, y cuya financiación depende en exclusiva del sistema crediticio. Es cierto que en países más familiarizados con el riesgo el alcance de los mercados es mayor al ser la opción normal de las empresas que alcanzan una dimensión determinada, y ello constituye un estímulo esencial para la vitalidad del capital riesgo promovido por empresas e individuos especializados. Sin embargo, el papel de los intermediarios bancarios sigue siendo clave para la atención financiera de las pequeñas y medianas empresas.

- La rapidez y contundencia del ajuste de los mercados financieros puede ser su principal ventaja y su mayor inconveniente. Ventaja, al cortar expeditivamente la prolongación artificial de proyectos empresariales sin futuro, según el juicio de los accionistas; inconveniente, si la radicalidad del ajuste llega a provocar reacciones en cadena y una fuerte crisis económica. Lo mismo cabe decir de la actuación de las entidades de crédito como accionistas de referencia; el aspecto favorable es la estabilidad de las empresas y la mayor posibilidad de que superen coyunturas negativas; la cara adversa es la demora en el ajuste y el agravamiento de problemas empresariales cuyo desenlace pueda provocar una crisis de mayor calado al afectar a la solvencia de las instituciones accionistas.
- Es muy importante conseguir un sistema financiero diversificado que ofrezca vías de financiación alternativas; en los Estados Unidos, con la crisis de las empresas tecnológicas en el año 2001, desapareció súbitamente la financiación aportada por los mercados financieros, pero el sistema bancario, actuando como compensador, intensificó su papel amortiguando los efectos recesivos derivados del parón de los mercados.
- La potenciación de los mercados bursátiles requiere como medida esencial la protección de los derechos del accionista minoritario. Cuando el poder del accionista de referencia coincide con el poder discrecional del Estado en el ordenamiento y aplicación del sistema legal, se producen los problemas de agencia gemelos (denominación de STULZ, 2005). Según este autor, estos dos problemas de agencia se refuerzan mutuamente:

“Cuando el problema de agencia del Estado es importante, los accionistas que tienen el control pueden explotarlo en su beneficio. Por ejemplo, sobornando a los funcionarios, pueden expropiar a los accionistas minoritarios, lo cual sería imposible si el Estado aplicara de manera estricta las regulaciones y leyes. Además, los accionistas de referencia que obtienen beneficios a través del control de las empresas no tienen incentivo en adoptar medidas que reduzcan el poder discrecional del Estado, puesto que esa discrecionalidad contribuye a proteger su capacidad de obtener beneficios” (p. 26).



7. Bibliografía

- BAUMS, T. Y M. GRUSON (1993): “The German Banking System – System of the Future?”, *Brooklyn Journal of International Law*. Vol. 19, pp. 101-129.
- BENSTON, G. J. (1994): “Universal Banking”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 8, nº 3, pp. 121-143.
- CALOMIRIS, C. W. (1993): “Corporate-Finance Benefits from Universal Banking: Germany and the United States 1870-1914”, *NBER wp* nº 4408, July.
- CALOMIRIS, C. W. (1995): “The Cost of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror. 1870-1914”, en N. R. LAMOREAUX and D.M.G. RAFF (eds.): *Coordination and Information. Historical Perspectives on the Organization of Enterprise*, The University of Chicago Press, USA.
- DIMSON, E., P. MARSH, y M. STAUNTON (2002) : *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, USA.
- FELDSTEIN, M. (2005): “Structural Reform of Social Security”, *NBER wp*, nº 11098. February.
- HIRSCHMAN, A.O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty. Response to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press.
- HOSHI, T. y A. K. KASHYAP (2004): “Japan’s Financial Crisis and Economic Stagnation” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, nº 1, pp. 3-26.
- MAYER, C. (1994): “The Assessment: Money and Banking: Theory and Evidence”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, nº 4, pp. 1-13.
- MAYER, C. y O. SUSSMAN (2001): “The Assessment: Finance, Law, and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, nº 4, pp. 457-466.
- MEHRA, R. y E. C. PRESCOTT (1985): “The Equity Premium. A Puzzle”. *Journal of Monetary Economics*, nº 15, pp. 145-161 (Traducción española en *Cuadernos Económicos de ICE*, nº 42, 1989/2, pp. 123-137).
- SIMON, H. A. (1983): *Reason in Human Affairs*, Standford University Press, USA.
- SINGH, A. (1993): “The Stock-Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets?”, *UNCTAD Review*, nº 4, pp. 1-28.

- SERVICIO DE ESTUDIOS, BOLSA DE MADRID (2004): “Renta Variable vs Renta Fija en España entre 1980 y 2004”, *Bolsa de Madrid*, agosto/septiembre, pp. 12-24.
- SOROS, G. (1995): *Staying Ahead of the Curve*, John Wiley & Sons, USA.
- STULZ, R. (2005): “The Limits of Financial Globalization”, *NBER wp*, nº 11070. January.
- TORRERO, A. (1999): “Relaciones entre el sector real y el financiero”, en M.L. PEINADO (coord.): *Los Mercados Financieros Españoles y la UEM*, Ed. Civitas, Madrid.
- TORRERO, A. (2001): “Banca e Industrialización”, *Historia Industrial*, nº 19-20, pp. 305-318.
- TORRERO, A. (2003, a): “Intermediarios bancarios frente a mercados financieros”, *Ekonomiaz*, nº 54, 3^{er} Cuatrimestre, pp. 158-169.
- TORRERO, A. (2003, b): *La Burbuja Especulativa y la Crisis Económica de Japón*, Ed. Témpora, Madrid.
- TORRERO, A. (2004): “Burbujas e Inestabilidad: el estado de la cuestión”, Documento de Trabajo nº 3, *Servilab*.
- TORRERO, A. (2005): “La relevancia creciente de las Bolsas en el mundo: un nuevo escenario”, Documento de Trabajo en curso de publicación, *Servilab*.