

Propiedad, control y resultados de la banca española

REALIZADA POR Marcos Santamaría Mariscal.

DIRIGIDA POR Valentín Azofra Palenzuela.

LUGAR DE CELEBRACIÓN Universidad de Burgos.

FECHA DE LECTURA 20 de Septiembre de 2007.

TRIBUNAL Álvaro Cuervo García (Presidente).

Begoña Prieto Moreno (Secretaria).

Ana Isabel Fernández Álvarez (Vocal).

José Manuel Campa (Vocal).

Inmaculada Aguiar Díaz (Vocal).

La investigación acerca del gobierno de las entidades financieras parece seguir un paso por detrás la estela que van trazando los trabajos de gobierno centrados en empresas no financieras. Sin embargo, este perezoso discurrir contrasta sobremedida con el papel clave que los intermediarios financieros juegan en los procesos de asignación de recursos monetarios así como en el desarrollo económico de un país. La relevancia de esta cuestión no ha pasado desapercibida al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea cuando en la recomendación octava de su informe acerca de la Mejora del Gobierno Corporativo en las Organizaciones Bancarias (2006) aduce que «*las insuficiencias en el gobierno corporativo pueden acabar en quiebra bancaria, que a su vez puede acarrear costes y efectos significativos de dimensiones públicas por su impacto potencial en los esquemas de seguro de depósito aplicables y por sus posibles implicaciones macroeconómicas, como el riesgo de contagio o el impacto en los sistemas de pago*» (pág. 3). Y en el marco del gobierno corporativo la estructura de propiedad y control juega un papel clave. Tal y como el referido informe añade posteriormente «*un buen gobierno corporativo puede verse obstaculizado cuando la estructura de propiedad del banco carece de transparencia o cuando no se aplican mecanismos de control o equilibrio de poderes para evitar actividades inapropiadas o la influencia*

de personal con información privilegiada o de accionistas mayoritarios» (pág. 4).

Por ello, con estas pautas y dada la importancia que tiene la banca en nuestro sistema financiero parecía sugerente investigar quién y cómo se ejerce el control en los bancos españoles con el fin último de analizar su influencia sobre los resultados de la entidad. Por tanto, el objetivo de la tesis doctoral defendida el pasado mes de Septiembre era analizar la influencia de la estructura de propiedad y control, tanto en su dimensión cuantitativa como cualitativa, sobre la eficiencia y rentabilidad de los bancos españoles para el periodo 1996-2004.

La investigación realizada se inscribe en la corriente de la literatura conocida como *law and finance* que encuentra en el marco legal e institucional del país la génesis del problema de gobierno corporativo en una doble dimensión (La Porta *et al.*, 1998, 2000, 2002 y 2006; Beck *et al.*, 2001 y 2003; Roe, 2003; Levine, 2005). Por una parte, en aquellos países en donde las instituciones protegen de manera efectiva los derechos de propiedad (como sucede fundamentalmente en los países de tradición legal común), se está creando el adecuado incentivo para que los inversores inviertan en el capital de las empresas, se desarrollen los mercados financieros y la propiedad se disperse y distribuya entre una multitud de pequeños accionistas. De ahí que el problema de gobierno básico en

estos entornos adopte una dimensión vertical consecuencia del tradicional conflicto de agencia entre los accionistas y los directivos de la entidad. Por otra parte, en aquellos países en dónde el grado de protección y salvaguardia de derechos no es tan efectivo (tal y como sucede en los países de tradición legal civilista) la inversión se canaliza fundamentalmente a través de entidades financieras al tiempo que la propiedad tiende a estar concentrada en manos de unos pocos accionistas como consecuencia del menor desarrollo de los mercados financieros. En este contexto, el problema de gobierno básico adopta una dimensión horizontal como resultado del conflicto de agencia entre el accionista mayoritario y una pléyade de accionistas minoritarios.

La investigación sobre el gobierno de la banca, si bien comparte la base conceptual aplicable a las empresas no financieras, presenta una serie de rasgos particulares derivados, en su mayor parte, de la propia naturaleza del negocio bancario. La literatura teórica de referencia (Prowse, 1997a; Freixas y Rochet, 1999; Caprio y Levine, 2002; Macey y O'Hara, 2003; Levine, 2004) resume de manera sintética estos rasgos en tres características diferenciales. En primer lugar, la existencia en estas entidades de una mayor opacidad, esto es, una mayor dificultad de supervisar el comportamiento de los internos por parte de los partícipes externos como consecuencia de la presencia de importantes asimetrías de información. En segundo lugar, los principales aportantes de recursos financieros en las entidades de crédito son sus depositantes que, tal y como en numerosas ocasiones ha señalado la literatura financiera, carecen del incentivo y la experiencia necesarios para supervisar, por lo que son más fácilmente objeto de comportamientos expropiatorios. Y en tercer lugar, e íntimamente ligada a la característica anterior, las entidades bancarias presentan una estructura de capital con una ratio de endeudamiento muy elevada, lo que las expone a un mayor riesgo de insolvencia caso de producirse un pánico bancario.

Como consecuencia de todas estas peculiaridades, entre otras, las entidades bancarias se hayan sometidas a una regulación muy intensa que, sin embargo, parece no modificar las dimensiones básicas del problema de gobierno ya que el grado de protección de los derechos

de propiedad sigue determinando la dimensión vertical y horizontal del problema en cada país, si bien se ha de incluir entre los partícipes con mayor riesgo de expropiación también a los depositantes (Caprio *et al.*, 2007). No obstante lo anterior, la regulación sí altera el grado de efectividad de los mecanismos tradicionales de gobierno. Entre otras disposiciones, las restricciones a la toma de participaciones en el capital de una entidad, a los procesos de fusión y/o absorción, o al nombramiento de los miembros del consejo de administración son medidas que limitan la competencia (Caprio y Levine, 2002), debilitan el mercado de control corporativo (Prowse, 1997b) y condicionan la composición de los consejos de administración (Adams y Mehran, 2005 y Cook *et al.*, 2004). Respecto a la estructura de propiedad y control, estas restricciones, por un lado, dificultan la acumulación de derechos de control en manos de un único accionista impidiendo el funcionamiento como mecanismo de gobierno de la concentración de propiedad en el problema «directivos frente a accionistas y depositantes»; y, por otro lado, en el conflicto «accionista mayoritario frente a accionistas minoritarios y depositantes», estas barreras a la entrada de nuevos accionistas permiten la consolidación del control ejercido por el accionista mayoritario preexistente.

En este contexto, el conocimiento de las estructuras de control se ha enriquecido recientemente con el análisis de la propiedad orientado a la identificación del último accionista (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002; Maury y Pajuste, 2005; Barontini y Caprio, 2006; Villalonga y Amit, 2006; Santana y Aguiar, 2006; Caprio *et al.*, 2007). La novedad de este planteamiento estriba en que cuando el primer accionista del banco es una sociedad, el análisis continúa con la identificación de los principales accionistas de esta última. Este proceso se repite a medida que se desciende por la cadena de control hasta que se identifica al propietario controlador último, esto es, al accionista que realmente ejerce el control en el banco. La aplicación de este análisis ha revolucionado los estudios sobre estructura de propiedad en empresas no financieras al tiempo que ha puesto de manifiesto la hegemonía mundial del problema de gobierno corporativo de dimensión horizontal que parece tener como protagonis-

tas incuestionables a las entidades controladas por familias. Pero esta metodología no sólo permite *descubrir* la existencia de participaciones cruzadas y estructuras de control piramidales sino que introduce una nueva dimensión en el estudio de la estructura de propiedad al computar de manera individualizada los derechos de control y los derechos de *cash flow* del accionista último. Las estructuras piramidales vulneran la conocida regla *una acción, un voto* y permiten al accionista último controlar el banco (derechos de control) manteniendo una reducida participación en su propiedad (derechos de *cash flow*) (Bebchuck *et al.*, 2000). La literatura financiera muestra que mientras los derechos de control son un buen indicador del grado de atrincheramiento del accionista último en el poder (Claessens *et al.*, 2002; Lins, 2003), los derechos de *cash flow* son, por el contrario, un indicador del grado en que el accionista último internaliza los costes de sus decisiones y, por ende, de su incentivo a no expropiar rentas (La Porta *et al.*, 2002; Laeven y Levine, 2005; Caprio *et al.*, 2007). De ahí que el accionista último soporte en menor medida los costes de sus acciones cuantos mayores derechos de control ostente respecto a sus derechos de *cash flow*, por lo que la diferencia entre ambos derechos se convierte, a su vez, en un indicador de su incentivo a extraer beneficios privados (Lemmon y Lins, 2003; Barontini y Caprio, 2006; Villalonga y Amit, 2006).

A la luz de estos planteamientos, y centrándonos ya en los bancos españoles, podemos aventurar que la tradición legal civilista junto con el férreo control del Estado sobre el sistema judicial son dos factores claves que han determinado históricamente en nuestro país un menor grado de salvaguarda de los derechos de los inversores y, como consecuencia, una elevada concentración del control en manos de unos pocos accionistas. De ahí que el problema de gobierno en los bancos españoles adopte fundamentalmente una dimensión horizontal enfrentando al accionista mayoritario con los restantes accionistas minoritarios y depositantes. Esta apreciación queda corroborada a la vista de los resultados del análisis descriptivo realizado. Utilizando una muestra de 108 bancos españoles para el periodo 1996-2004 (778 observaciones) construimos las cadenas de propiedad para cada entidad y año

con el fin de identificar al accionista/s último/s que ejerce el control al tiempo que calculamos sus derechos de *cash flow* y de control. Los datos obtenidos muestran que el 97% de los bancos españoles cuenta con un accionista último que ostenta, por término medio, un 79% de los derechos de control mientras mantiene un 46% de los derechos de *cash flow*. Estos resultados ponen de manifiesto, por un lado, que la concentración de control es una característica incontestable de nuestro sector bancario y, por otro lado, la existencia de una importante asimetría entre el nivel de riesgo tomado por el accionista último y el nivel de riesgo residual realmente soportado por el mismo (limitado al 44% de sus derechos de *cash flow*). Ambos hechos suponen un potencial riesgo de expropiación por parte del accionista último al resto de partícipes que puede tener su reflejo en una menor *performance* bancaria. Asimismo, el análisis resalta la importancia de las familias como accionistas últimos de control del 26% por ciento de los bancos españoles. A continuación, en orden de importancia, destacan como accionistas de control los bancos cuya propiedad se encuentra, a su vez, en manos de otro banco de propiedad dispersa (19%), las cajas de ahorros (16%), las sindicaturas de accionistas —varios accionistas que suscriben un pacto para ejercer el control (12%)— y, finalmente, las cooperativas y mutualidades (11%).

Esta primera aproximación a la estructura de propiedad y control en los bancos españoles se completa, en una segunda parte de nuestro estudio empírico, con un análisis de causalidad sustentado en la estimación de un modelo dinámico con datos de panel. Este modelo recoge la tesis central de nuestra investigación que se puede sintetizar en la siguiente sentencia: *la estructura de propiedad y control influye sobre la eficiencia y la rentabilidad de los bancos españoles al actuar al mismo tiempo como factor determinante y como mecanismo mitigador del problema de gobierno.*

Los resultados de la estimación del modelo evidencian una menor rentabilidad y eficiencia del banco cuanto mayores son los derechos de control del accionista último así como cuanto mayor es la divergencia entre éstos y sus derechos de *cash flow*. En otras palabras, la concentración del control en manos del accionista último así

como la vulneración del principio *una acción, un voto* —mediante la utilización de estructuras piramidales de control— son fuente de ineficiencia en los bancos españoles. No obstante, la estructura de propiedad y control no sólo determina el problema de gobierno afectando negativamente a la *performance* del banco sino que, simultáneamente, también constituye un importante mecanismo para paliarlo. En este sentido, nuestros resultados también contrastan un efecto positivo sobre la eficiencia y rentabilidad del banco derivado de la acumulación de derechos de *cash flow* en manos del accionista último, de la presencia de un segundo accionista de control (con más de un 5% de derechos de control) así como de la acumulación de poder de voto en manos de accionistas minoritarios. De esta manera, la internalización de costes que para el accionista último suponen los derechos de *cash flow*, la labor de supervisión que sobre el mismo efectúa un segundo accionista y la dispersión del control son factores que atenúan la ineficiencia anteriormente señalada. Es más, los resultados apuntan a que la estructura de propiedad más eficiente es aquella en la que el banco es controlado por dos o más accionistas que conjuntamente ostentan derechos de control inferiores al 50% y que, adicionalmente, no utilizan estructuras piramidales para su control. Asimismo, encontramos cierta evidencia empírica que avala que las familias y las administraciones públicas como accionistas últimos ejercen una influencia, respectivamente, positiva y negativa sobre los resultados del banco.

En definitiva, a la vista de lo expuesto, podemos corroborar que la estructura de propiedad y control afecta a la rentabilidad y eficiencia de los bancos españoles. En concreto, el análisis empírico ha puesto de manifiesto la existencia de un problema de gobierno derivado tanto de la acumulación de derechos de control del accionista último como de la separación entre éstos y sus derechos de *cash flow*. Una posible propuesta de solución a este problema pasaría por alterar la estructura de control del banco y prohibir la vulneración del principio *una acción, un voto*. Sin embargo, ello puede resultar poco operativo. Nuestra reflexión camina entonces por derroteros que enlazan directamente con la mejora en la efectividad de algunos mecanismos de gobierno, tales como la regulación,

vinculada con los códigos de buen gobierno, y el mercado de control corporativo, vinculada a la disciplina de mercado, para intentar minimizar el problema de expropiación a través de una mayor transparencia informativa. Ciertamente, una mayor transparencia no garantiza *per se* la resolución del problema de expropiación detectado, pero permite reducir la opacidad del banco y ayuda a que inversores y partícipes externos supervisen el comportamiento de los accionistas mayoritarios. En este sentido, la tesis doctoral contribuye a la consecución de esa mayor transparencia informativa mediante la identificación de los accionistas de control de los bancos españoles. A nuestro juicio, esta sería la segunda aportación más importante de nuestro trabajo. Sin embargo, la aportación más relevante de nuestra investigación corresponde a la detección del propio problema de gobierno que tiene como causa más inmediata la estructura de propiedad y control del banco.

BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, R., y MEHRAN, H. 2005. Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry, *SSRN Working Paper*, n. 302593.
- BARONTINI, R., y CAPRIO, L. 2006. The Effect of Ownership structure and Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe, *European Financial Management* 12 (5), 689-723.
- BEBCHUCK, L.; KRAAKMAN, R., y Triantis, G. 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash flow Rights, en *Concentrated Corporate Ownership*, ed. R. Morck, 445-460.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y LEVINE, R. 2001. Law, Politics, and Finance, *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 2585.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y LEVINE, R. 2003. Law, Endowments, and Finance, *Journal of Financial Economics*, 70, 137-181.
- CAPRIO, G.; LAEVEN, L., y LEVINE, R. 2007. Governance and Bank Valuation, *Journal of Financial Intermediation*, 16, 584-617.
- CAPRIO, G., y LEVINE, R. 2002. Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations, en *The Global Corporate Governance Forum Research Network Meeting*, 5 de abril.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S., y LANG, L. 2000. The separation of Ownership and Control in East Asian

- Corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J., y LANG, L. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. 2006. *La Mejora del Gobierno Corporativo en las Organizaciones Bancarias*.
- FACCIO, L., y LANG, L. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- FREIXAS, X., y ROCHET, J. C. 1999. *Economía Bancaria*, ed. BBV y Antoni Bosch.
- COOK, D.; HOGAN, A., y KIESCHNICK, R. 2004. A Study of the Corporate Governance of Thrifts, *Journal of Banking and Finance*, 28 (6), 1247-1271.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNIN, R. W. 1998. Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F., y SHLEIFER, A. 1999. Corporate Ownership around The World, *Journal of Finance*, LIV-2, 471-517.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNIN, R. 2000. Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3-27.
- La Porta, R.; López de Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. 2002. Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance* 52 (3), 1.147-1.170.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F., y SHLEIFER, A. 2006. What Works in Securities Laws?, *Journal of Finance*, 61 (1), 1-32.
- LAEVEN, L., y LEVINE, R. 2005. Beyond the biggest: Do other large shareholders influence corporate valuations, Working Paper University of Minnesota.
- LEMMON, M. L., y LINS, K. V. 2003. Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*, 58, 1.445-1.468.
- LEVINE, R. 2004. The Corporate Governance of Banks: A concise Discussion of Concepts and Evidence, *World Bank Policy Research*, Working Paper n. 3404.
- LEVINE, R. 2005. Law, Endowments, and Property Rights, *The Journal of Economic Perspectives*, 19 (3), 61-88.
- LINS, K. V. 2003. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 159-184.
- MACEY, J., y O'HARA, M. 2003. The Corporate Governance of Banks, *FRBNY Economic Policy Review*, abril.
- MAURY, B., y PAJUSTE, A. 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 29, 1.813-1.834.
- PROWSE, S., 1997a. The corporate governance system in banking: what do we know?, *BNL Quarterly Review*, special issue, 10-40.
- PROWSE, S., 1997b. Corporate control in commercial banks, *The Journal of Financial Research*, 20 (4), 509-527.
- ROE, M. J., 2003. *Political determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press Inc., New York.
- SANTANA, D., y AGUIAR, I., 2006. El Último Propietario de las Empresas Cotizadas Españolas. 1996-2002. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 26, 47-72.
- VILLALONGA, B., y AMIT, R. 2006. How Do Family Ownership, Control and Management affect Firm Value?, *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.