

# **Las participaciones empresariales de las Cajas de Ahorro Españolas, 1997-2004: Una perspectiva regional**

**Manuel Martín Rodríguez**  
**Universidad de Granada**

PALABRAS CLAVE: Cajas de Ahorros, participaciones empresariales.

KEYWORDS: Saving banks, shareholders

Clasificación JEL: G11, G21

## RESUMEN

En este trabajo se analiza el comportamiento reciente de las entidades bancarias españolas, y de las cajas de ahorros en particular, respecto a su cartera de participaciones empresariales. El marco regulatorio del sistema bancario, la teoría de la empresa bancaria y los objetivos específicos de las cajas de ahorros en relación con el desarrollo económico regional explican este comportamiento y permiten hacer alguna predicción respecto al futuro.

## ABSTRACT

This paper analyses the recent trends followed by the Spanish banks and namely by saving banks, related to their portfolio of shares. The legal framework of the bank system, the bank economic theory, and the saving bank's specific aims towards economical regional development explain this behaviour and allow us to make some predictions for the future.

---

## INTRODUCCIÓN

---

Con anterioridad a 1977, y muy especialmente durante el periodo 1962-1977, las entidades de depósito españolas estuvieron sujetas a un marco regulatorio fuertemente intervencionista que dio lugar a que las decisiones básicas sobre su balance no estuvieran determinadas por criterios de mercado y de rentabilidad sino por normas que obligaban a bancos y cajas a tomar fondos públicos, bonos de empresa y participaciones empresariales en un determinado porcentaje de sus recursos ajenos<sup>1</sup>. Ello, unido a la tradicional orientación hacia un modelo de banca mixta del

1 La Ley de Bases de Ordenación el Crédito y la Banca, de 14 de abril de 1962, que pretendía, entre otros objetivos, una mayor especialización de la tradicional banca mixta española, fue el marco de referencia de las reformas bancarias más importantes de ese periodo. En lo que concierne a

sistema bancario español, llevó a que el *poder de la banca* en la empresa y en la economía españolas llegase a considerarse peligroso en los años inmediatamente anteriores a la transición política, generando una amplísima literatura cuyo análisis se centró fundamentalmente en poner de manifiesto este riesgo<sup>2</sup>.

A partir de 1977, en plena crisis económica, comenzó una etapa de liberalización del sistema financiero, que afectó a la relación banca-industria en distintas direcciones, pero fundamentalmente a través de la nueva regulación del coeficiente de solvencia y de las sucesivas reducciones del coeficiente obligatorio de inversión de bancos y cajas<sup>3</sup>. Aunque el tipo de análisis que venía haciéndose de las participaciones empresariales de las entidades de depósito en la etapa anterior continuó aún por algún tiempo, debido, sobre todo, a que los efectos de la crisis industrial fueron especialmente dramáticos para la banca privada, a causa de su alta implicación en el capital de las empresas<sup>4</sup>, pronto esta partida del balance de bancos y cajas comenzó a examinarse desde otras perspectivas económico-financieras, relacionadas ahora con el desarrollo económico, con la eficiencia y estabilidad del sistema bancario y con la teoría de la empresa bancaria. En el caso de las cajas, a ello contribuyó particularmente la aprobación de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de normas básicas sobre órganos rectores de las cajas, que dio entrada en sus órganos de gobierno a representantes de las administraciones locales, incluyendo así explícitamente entre sus objetivos la contribución al desarrollo económico regional<sup>5</sup>.

---

participaciones empresariales, los tres textos legales más importantes fueron: el Decreto-Ley 53/1962, de 29 de noviembre, por el que se aprobó el estatuto de los bancos industriales; el Decreto-Ley 56/1962, de 6 de diciembre, que reguló los coeficientes de caja, de liquidez y de solvencia; y, en lo que concierne a las cajas de ahorros en particular, el Real Decreto 715/1964, de 26 de marzo, que reguló su coeficiente obligatorio de inversión.

- 2 El arquetipo de este tipo de literatura es el conocido libro de Juan Muñoz, *Poder de la banca en España*, Madrid, Zero, 1970. Curiosamente, las propuestas de los economistas españoles de este tiempo no iban en la dirección de liberalizar el sistema bancario, como cabía esperar de su propio análisis, sino en el de nacionalizarlo.
- 3 En relación con las cajas de ahorros, la primera novedad fue el Decreto 2291/1997, sobre regionalización de las inversiones de las cajas, como medida de apoyo al desarrollo regional. Luego vinieron las reducciones del coeficiente de inversión hasta su total desaparición. Ente la literatura de la época sobre los efectos adversos de los coeficientes obligatorios sobre el desarrollo económico regional, cabe destacar el libro de J.R. Cuadrado Roura y J.E. Villena, *Las Cajas de Ahorros y los desequilibrios regionales*, Sevilla, Instituto de Desarrollo Regional, 1978.
- 4 La crisis bancaria de 1978-85, sus causas y sus efectos, fueron estudiados por A. Cuervo (1988): *La crisis bancaria en España*, Madrid, Ariel
- 5 El punto de inflexión entre estos dos enfoques fueron dos libros colectivos, coordinados ambos por A. Torrero: *Banca e industrialización en España*, Madrid, Banesto, 1989; y *Relaciones banca-industria. La experiencia española*, Madrid, Espasa Calpe, 1991. Para las cajas de ahorros, los primeros trabajos en la nueva dirección fueron: M. Martín Rodríguez (1990): "Las cajas de ahorros y la financiación de la economía andaluza", *Revista de Estudios Regionales*, 28, 69-99; M. Martín, S. Carbó y J.

Dentro de esta última corriente, en los últimos años, han sido muchos los trabajos que se han orientado a estudiar, en particular, la contribución de las cajas de ahorros españolas al desarrollo económico regional en comunidades autónomas concretas a través de su implicación directa en el capital social de empresas regionales o mediante su financiación a medio y largo plazo. En algunos de ellos se ha tratado de investigar también la distribución sectorial de estas participaciones para relacionar las características de los sectores en los que han estado más interesadas las cajas en relación con la estructura productiva de las distintas regiones<sup>6</sup>.

Este trabajo es una continuación de los que he venido publicando sobre participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas desde 1990. Se inscribe, por tanto, en la línea de analizar el comportamiento de estas entidades en relación con su cartera de renta variable, fundamentalmente desde la perspectiva de la teoría de la empresa bancaria, a la que añadimos ahora una dimensión regional para conocer si existen algunos rasgos específicos del comportamiento de las cajas en función de las características económicas de los territorios en los que tienen su principal centro de actuación. Para ello, el trabajo se organiza de la siguiente forma: en el primer epígrafe, se hace un breve balance de la literatura sobre las participaciones empresariales de las entidades de depósito desde la perspectiva de la teoría de la empresa bancaria, de la eficiencia y estabilidad del sistema financiero y de su posible contribución al desarrollo económico regional; en el segundo, se estudia la evolución de la cartera de renta variable de la banca privada y de las cajas de ahorros en el periodo 1997-2004, que enlaza con los periodos ya estudiados en trabajos anteriores; en el tercero, se estudia la evolución de la cartera de renta variable de las cajas, en particular, atendiendo a su tamaño y a las regiones en las que tienen su sede social y en las que realizan fundamentalmente su actividad; en el cuarto, se analiza la distribución sectorial de las participaciones de bancos y cajas españolas; y se concluye con unas consideraciones finales.

---

Sáez (1995): *Las participaciones accionarias de las entidades de depósito españolas*, Madrid, Fies; J. Sáez, M. Martín y S. Carbó (1995): "Ciclo económico, dimensión y cartera de renta variable de las entidades de depósito españolas", *Perspectivas del Sistema Financiero Español*, 48, 228-235; J. Cals (1998): "Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas", *Papeles de Economía Española*, 74-75, 89-108; y J. Sáez Fernández y M. Martín Rodríguez (2000): "Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998", *Papeles de Economía Española*, 84-85, 222-236.

6 De estos trabajos, algunos los que han abordado el tema desde una perspectiva regional y sectorial son: María Pilar Sierra Fernández y Laura Valdunciel Bustos: *La participación empresarial de las principales cajas de ahorros de Castilla y León en la empresa regional, 1997-2001*, Universidad de León; Alejandro M. Vasallo Rapela: "Sistema financiero y desarrollo empresarial desde la perspectiva gallega", *Revista Galega de Economía*, vol. 10, 2 (2001), 1-24; Ramón Yáñez Braxe: "As Relacions banca-industria en Galicia", *Revista Galega de Economía*, vol. 10, 1 (2001); María José Palacín Sánchez y Ana Isabel Irimia Diéguez: *Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros andaluzas, 1992-2001*, Universidad de Sevilla.

---

## 1. PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO: FUNDAMENTOS TEÓRICOS

---

La reciente literatura bancaria ha abordado la cuestión de las participaciones accionarias de las entidades de depósito desde una triple perspectiva: la teoría de la empresa bancaria; los posibles efectos sobre la eficiencia y estabilidad del propio sistema financiero; y su eventual contribución al desarrollo económico<sup>7</sup>.

a) La *teoría de la empresa bancaria* ha considerado relevantes cinco grandes cuestiones, sobre las que hacemos, a continuación, unos breves comentarios: el *trade-off* rentabilidad-riesgo, las asimetrías de información, las economías de gama, la concentración y contagio de riesgos y los posibles conflictos de interés.

Las decisiones de una entidad de depósito sobre la cuantía y composición de sus activos rentables pueden ser analizadas como un simple problema de selección de cartera y, más concretamente, como una cuestión de *trade-off rentabilidad-riesgo*. Si aceptamos como principal hipótesis de comportamiento de la empresa bancaria que los activos seleccionados deben aportar, para un cierto nivel de riesgo, una rentabilidad igual o mayor que los no seleccionados, ello llevaría a que, en ausencia de regulación, optaría por participar en el capital de una determinada empresa cuando su rentabilidad, a igualdad de riesgo con otros activos, fuera igual o superior a la de éstos.

Uno de los principales problemas de la relación banca-empresa consiste en las *asimetrías de información* que se producen en la evaluación de riesgos, debido a que las entidades de depósito están normalmente en condiciones de inferioridad respecto al conocimiento que pueden llegar a tener acerca de los proyectos que les someten a evaluación las empresas. De este modo, cabría pensar que podrían beneficiarse de la acumulación de información que les proporcionaría su participación en el capital. No obstante, hay que señalar que, siendo esto indudable, tan pronto una empresa adquiere suficiente reputación en el mercado por su especial vinculación con una entidad de depósito, la información sobre su situación económico-financiera se hace pública, dejando de proporcionar ventajas especiales a la entidad que la ha venido apoyando. Esto último constituye, por otra parte, una de las razones por las que algunas empresas con potencial de crecimiento tratan de tener en su accionariado a las cajas de ahorros<sup>8</sup>.

7 Para una visión de conjunto clásica, A. Santomero (1884): "Modeling banking firm. A Survey", *Journal of Money, Credit and Banking*, 16, 4, 576-602. Entre los trabajos más recientes: Casasola, M.J., y Tribó, J. (2004): "Bans as blokholders", WP 04-01 (01), *Business Economics Series*, Universidad Carlos III; Hellmann, T., Lindsey, L. and Puri, M. (2003): "Building relationships early: Bans in venture capital", WP, Stanford University; y Rajan, R.G. y Zingales, L. (2003): "Banks and Markets: the changing character of European finance", WP 9595, NBER Working Paper Series.

Las *economías de gama* también constituyen una buena razón para que las entidades de depósito tengan vocación de banca universal. Se dice que existen economías de gama cuando el coste total medio de producir dos o más bienes o servicios conjuntamente es menor que el coste total medio ponderado de producir los mismos bienes y servicios de forma separada. En este sentido, un tipo de banca universal, con participaciones empresariales en su activo, como la que actualmente hacen las cajas de ahorro españolas, permite gestionar la relación con la empresa a un coste más bajo, al minimizar los costes de información y al prestarle una amplia gama de productos a un coste medio más bajo.

Como un primer punto negativo, suele señalarse que, cuando una entidad de depósito mantiene un porcentaje relativamente elevado de su activo en participaciones empresariales, está incurriendo en un *gran riesgo*, que en el caso de que parte de su grupo de empresas llegase a atravesar por dificultades difíciles de superar, podría traducirse en un *riesgo de contagio*, con posible pérdida de confianza por parte de sus clientes y retirada masiva de fondos. Ésta es la razón por la que el coeficiente de consumo de recursos propios de este tipo de inversiones suele ser muy alto y por la que, incluso, en algunos sistemas bancarios se regula de manera especial la relación banca-empresa.

Finalmente, suele aducirse también como un segundo punto negativo la posible aparición de *conflictos de interés* entre las funciones de participación en empresas y de provisión de servicios eficientes a los ahorradores. Según este punto de vista, los clientes de pasivo de las entidades de depósito, que en definitiva son los que suministran los fondos prestables de intermediación, sólo estarían interesados en la rentabilidad de sus ahorros y no en la promoción y financiación de empresas, para lo que ya cuentan con el mercado de capitales y con tipo de entidades financieras, como las de capital-riesgo.

b) Desde la perspectiva de la *eficiencia del sistema financiero*, la principal consideración que puede hacerse consiste en que, cuando una entidad de depósito mantiene participaciones empresariales, pueden surgir ineficiencias asignativas, debido a que sus decisiones sobre crédito a las empresas participadas pueden venir determinadas por consideraciones distintas a la rentabilidad. También podría ocurrir que las entidades de depósito, buscando su propio interés, permitan una

8 Con una muestra suficientemente amplia de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid, Ana Rosa Fonseca y Francisco González (*Efecto de las participaciones bancarias sobre la rentabilidad y riesgo de las empresas industriales*, Universidad de Oviedo) han estudiado recientemente esta cuestión, llegando a las siguientes conclusiones: i) las empresas aumentan (disminuyen) su rentabilidad en los dos años siguientes a la adquisición (venta) de sus acciones por un banco; ii) el riesgo de la empresa disminuye (aumenta) tras la compra (venta) de parte de sus acciones por un banco. Aunque no existe un estudio específico para las cajas de ahorros, casos como sus entradas en algunas empresas cotizadas, como SOS, Ence y Metrovacesa, seguramente llevarían a las mismas conclusiones.

capitalización débil de las empresas participadas y/o una excesiva distribución de beneficios. E, incluso, que la prioridad de la rentabilidad bancaria conduzca a la empresa que opera con la entidad bancaria matriz a pagar intereses más altos por los servicios financieros que recibe de ella. Todo ello redundaría, naturalmente, en una pérdida de eficiencia del sistema bancario.

Por otra parte, también cabe preguntarse por los efectos sobre la *estabilidad financiera* de una banca mixta con participaciones empresariales. Aquí los estudios empíricos disponibles no son concluyentes. En ocasiones, las grandes crisis bancarias se han debido al fuerte impacto negativo que ha producido la tenencia de una importante cartera de participaciones empresariales, lo que ocurrió, por ejemplo, en España en el periodo 1977-1983, en el que tuvieron lugar grandes transformaciones industriales e importantes ajustes estructurales<sup>9</sup>. Pero en otras, la tenencia de participaciones empresariales puede haber tenido un efecto positivo sobre la estabilidad bancaria, debido a la existencia de clientes industriales cautivos. En general, sin embargo, la tenencia de activos que cotizan en mercados organizados y volátiles constituye un riesgo para las entidades bancarias, sobre todo en tiempos de alta volatilidad.

c) Finalmente, desde la perspectiva del *desarrollo económico*, la relación banca-industria ha sido analizada por Cameron y otros historiadores económicos.<sup>10</sup> La principal conclusión que se deriva de sus trabajos es la importancia relativamente modesta que se atribuye al sector financiero en los procesos de industrialización y crecimiento económico. En casi todos los casos analizados, la existencia de un sistema financiero eficiente no habría sido más que uno de los factores determinantes del crecimiento económico, con un papel menor que el de otros factores también presentes, como el marco institucional, el buen funcionamiento del mercado laboral,

9 Víctor Manuel González Méndez y Francisco González Rodríguez (*Transferencias de riqueza y efecto contagio ante crisis bancarias. Implicaciones para la relación banca-industria*, Documento de Trabajo 175/99) han estudiado empíricamente el impacto de la crisis de Banesto de 1993, último de los episodios de esta naturaleza ocurrido en España, llegando a las siguientes conclusiones: i) las acciones de Banesto sufrieron un impacto negativo, debido al conocimiento público del deterioro de su solvencia; ii) las empresas con cotización en mercados organizados en las que Banesto participaba sufrieron igualmente una pérdida de valor, debido a que parte de éste estaba relacionado con la existencia de relaciones a largo plazo con el banco; iii) en las cotizaciones de las acciones de los demás bancos predominó el efecto negativo derivado del contagio sobre el efecto positivo derivado de la desaparición de un importante competidor, debido en parte a la intervención del Fondo de Garantía de Depósitos, que no existía en la crisis de 1977-1983; y iv) las cotizaciones de las acciones de las empresas participadas por los bancos competidores de Banesto tuvieron un comportamiento distinto a las de los bancos, debido a que el efecto competencia fue superior al efecto contagio. En definitiva, la crisis de un banco importante, como Banesto, produjo un efecto contagio que pudo ser neutralizado con el efecto competencia y con la actuación del Fondo de Garantía de Depósitos.

10 Cameron, R. (ed.) (1972): *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*, London, Oxford University Press.

la capacidad organizativa y empresarial de la economía o la confluencia de flujos tecnológicos dinámicos. No obstante, tampoco debe minusvalorarse el papel del sector financiero en el crecimiento económico, ya que también han sido identificadas otras experiencias históricas en las que el sistema financiero ha resultado fundamental para el desarrollo económico.

Al analizar esta cuestión, suelen distinguirse dos grandes modelos de sistemas financieros. De un lado, estaría el llamado modelo anglosajón, típico de países como Estados Unidos e Inglaterra, en los que las entidades de depósito cumplen una función similar a la de los demás sectores económicos, sin ninguna responsabilidad especial sobre el sector real de la economía, tratando de dirigir siempre sus recursos hacia inversiones de la mayor seguridad y liquidez. De otro, estaría el llamado modelo de banca universal, típico de países como Alemania, Japón y España, en los que las entidades de depósito, además de prestar servicios financieros de intermediación, tienden a implicarse directamente en el sector empresarial, mediante participaciones accionarias y préstamos a largo plazo.

La preponderancia de uno u otro modelo en un determinado país ha dependido de su propia historia, de la filosofía de la autoridad económica, de las necesidades de financiación de las empresas y del propio ambiente empresarial. En España, en particular, la posición de los distintos agentes económicos respecto a cual de estos dos modelos de sistema financiero podía ser el más conveniente no siempre ha sido coincidente a lo largo de la historia. El gobierno se ha inclinado casi siempre por un sistema bancario mixto, como el más adecuado para la industrialización y el crecimiento económico del país, una actitud que, pese a los riesgos que implica, puede haber estado justificada por nuestra baja propensión al ahorro, por nuestras escasas iniciativas empresariales y por la inexistencia de un mercado de capitales, que no ha llegado a desarrollarse adecuadamente hasta hace muy poco. El punto de vista del Banco de España, confundido históricamente con el propio gobierno, ha sido lógicamente el mismo de éste al menos hasta 1986, en que comenzó el proceso de traslación de las Directivas Bancarias Comunitarias que culminó con la aprobación de su Ley de Autonomía de 1994, fecha en la que se modificó hacia posiciones radicalmente distintas. Y para el sector bancario y el conjunto del mundo empresarial, el modelo de banca universal también ha sido muy bien visto, al menos hasta la larga crisis económica de 1973, por distintos pero coincidentes intereses: unos socios bancarios que consideraban sus participaciones empresariales como una especie de concesión administrativa en una economía fuertemente intervenida y como una financiación cautiva y privilegiada que servía para colocar cómodamente los recursos de los clientes, era el mejor modelo al que la banca podía aspirar; las empresas participadas, por su parte, también obtenían muchas ventajas de sus socios bancarios, que estaban siempre prestos a acudir en su ayuda.

Con este marco teórico resulta fácil entender el comportamiento de las entidades bancarias, no sólo históricamente, sino en la etapa más reciente, de la que nos ocupamos en este trabajo.

---

## 2. EVOLUCIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS, 1997-2004

---

A partir de 1977 en que comenzó a liberalizarse progresivamente el marco regulatorio del sistema financiero español, bancos y cajas comenzaron también a redefinir sus estrategias respecto a la renta variable. Aunque, como cabía esperar, su peso en términos de balance desminuyó de manera muy importante en los primeros años, a partir de 1986, sin embargo, comenzó a aumentar de nuevo, siguiendo el patrón del conjunto de los países de la OCDE, si bien de forma distinta en ambos tipos de entidades crediticias: mientras se producía una progresiva ralentización en la cartera de los bancos, la tasa de crecimiento en las cajas fue acelerándose entre 1993 y 1997.

A partir de esta última fecha, el peso de la cartera de renta variable en bancos y cajas no ha cesado de aumentar. Su evolución en el periodo 1997- 2004 se recoge en el cuadro 1, en el que se distinguen tres grandes rúbricas, atendiendo al grado de vinculación con sus participadas: *acciones y otros títulos de renta variable* (acciones y títulos que representan participaciones en el capital de otras sociedades con las que no se mantiene un vínculo especial); *participaciones* (derechos sobre el capital de sociedades que, sin pertenecer al grupo de la entidad financiera pero creando con ella una vinculación duradera, generalmente determinada por el hecho de representar al menos un 3 por 100 de su capital social si cotizan en bolsa y un 20 por 100 si no lo hacen, están destinados a contribuir a la actividad y a los resultados normales del grupo); y *participaciones en empresas del grupo* (derechos sobre el capital de otras sociedades cuya actividad está directamente relacionada con la de la entidad financiera y sometida a la dirección única de ésta).

Diversas razones explican este comportamiento de bancos y cajas. A partir de 1993, la evolución del sistema bancario español ha estado marcada por un fuerte aumento de la competencia y por la aparición y consolidación de nuevas entidades y mercados financieros que ofrecen alternativas a la intermediación bancaria tradicional. Y esta mayor competencia se ha traducido en un estrechamiento de los márgenes, al que las entidades de depósito han tratado de hacer frente mediante cuatro tipos de estrategias: comercialización de nuevos productos para llegar a nuevos clientes; mejora de la eficiencia productiva, mediante una disminución de los gastos medios de explotación y un incremento de la productividad; expansión territorial, en búsqueda de nuevos mercados que permitan un incremento del volumen de negocio y una dilución de los costes fijos; y reestructuración del balance,

**CUADRO 1**  
**INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE DE LAS CAJAS DE AHORRO Y DE LA BANCA PRIVADA EN ESPAÑA,**  
**1997-2004**

	1997			2004			
	Cajas Millones euros	% estruct.	Banca Privada Millones euros	% estruct.	Cajas Millones euros	Banca Privada Millones euros	% estruct.
1. Acciones y otros títulos Renta Variable	3.624	33,2	1.944	10,3	5.733	10.830	16,3
2. Total participaciones	7.294	66,8	16.950	89,7	21.985	55.727	83,7
2.1. Participaciones	3.813	34,9	3.091	16,4	7.663	4.915	7,4
2.2. Participaciones en empresas del grupo	3.481	31,9	13.859	73,4	14.322	50.812	76,3
3. Total cartera renta variable	10.918	100,0	18.894	100,0	27.718	66.557	100,0
(% s/ balance)							
1. Acciones y otros títulos Renta Variable	1,30	-	0,39	-	0,90	1,34	-
2. Total participaciones	2,62	-	3,40	-	3,45	6,87	-
3. Total cartera renta variable	3,92	-	3,79	-	4,35	8,21	-
Pro-memoria: Total balance	278.542	-	498.535	-	636.668	810.610	-

Fuente: CECA. Balances públicos de la Cajas de Ahorros y Bancos

con inversiones de mayor riesgo y rentabilidad. Es dentro de esta última estrategia, en la que hay que inscribir fundamentalmente la evolución de las participaciones empresariales de bancos y cajas entre 1993 y 2004.

Lo primero que se advierte en este cuadro es el importante aumento del peso de la cartera de renta variable de bancos y cajas, hasta llegar en 2004 a un 8,21% y un 4,35% del balance, respectivamente. En términos absolutos, no obstante, debido al aumento de cuota de mercado de las cajas, el crecimiento de éstas ha sido muy superior al de los bancos, con un 128,5% en el periodo 1997-2004 frente a un 62,6%, respectivamente. La mayor parte de los analistas que han estudiado este comportamiento coinciden en señalar que se ha debido fundamentalmente a que la rentabilidad ajustada al riesgo de las inversiones crediticias de las entidades de depósito ha ido disminuyendo drásticamente entre 1997 y 2004, en tanto la de la renta variable (dividendos, más beneficios no distribuidos, más plusvalías implícitas) se ha mantenido a niveles de rentabilidad más altos, si se considera el periodo en su conjunto<sup>11</sup>.

Una explicación complementaria para las cajas de ahorros, que resulta menos evidente, consistiría en que, durante este periodo de tiempo, estas entidades habrían percibido que su participación permanente en el capital social de determinado tipo de empresas (inmobiliarias y empresas de servicios con facturaciones recurrentes, fundamentalmente) resulta muy atractiva porque les permite incrementar el volumen de sus operaciones y diversificar sus riesgos, hacer más líquido su balance<sup>12</sup>, disminuir su riesgo de crédito con las empresas participadas<sup>13</sup>, acometer nuevos proyectos rentables con estas empresas<sup>14</sup>, tomar posiciones estratégicas en de-

- 11 Un análisis comparado de la rentabilidad de inversiones crediticias y renta variable, en J. Sáez Fernández y M. Martín Rodríguez: "Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998", *Papeles de Economía Española*, 84-85 (2000), p. 230; y Luis González *et al.*: "El sector turístico y las participaciones empresariales de la banca", *Cuadernos de Turismo*, 12 (2003), p. 87.
- 12 Esto es cierto, tan sólo, para participaciones que cotizan en mercados cotizados. Las cajas han venido aumentado sus participaciones cotizadas en la Bolsa de Madrid.
- 13 María Victoria Ruíz Mallorquí *et al.* (*Incidencia de las participaciones en empresas en el riesgo de crédito de las entidades bancarias*, 2005) han estudiado empíricamente esta cuestión, para una muestra de bancos y cajas españolas en el periodo 1996-2001, llegando a la conclusión de que existe una asociación no lineal entre el volumen de participaciones empresariales en empresas y riesgo de crédito, de forma que hasta un nivel determinado de inversión el riesgo de crédito se incrementa, posiblemente a causa del riesgo de concentración y a la dificultad de salida de esas inversiones, pero, a partir de ese nivel, se reduce, probablemente debido a las ventajas informacionales.
- 14 En un estudio empírico que merecería ser actualizado, M. Elena Zoido ("Un estudio empírico de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas", *Investigaciones Económicas*, vol. XXII (3), 1998, pp. 427-455) llegó a un conjunto de conclusiones relevantes: i) las participaciones empresariales de los bancos genera nuevas oportunidades de crecimiento, pero no afecta a la rentabilidad a corto plazo de las empresas, debido a que el control ejercido por los bancos atenúa

terminados mercados de bienes y servicios<sup>15</sup> y contribuir al desarrollo económico de su ámbito territorial de actuación.

Si se atiende a la desagregación de la cartera de renta variable entre sus distintos componentes, se advierten algunas diferencias entre bancos y cajas, no sólo en su composición actual sino en su evolución en el periodo 1997-2004. En primer lugar, se observa una clara convergencia en la estructura de la cartera de renta variable de bancos y cajas, que se ha producido fundamentalmente por aproximación de la de estas últimas a la que ya tenían los bancos en 1997. En 2004, un 89,7% de la cartera de renta variable de las cajas corresponde a participaciones y un 10,3% a acciones y otros títulos de renta variable, frente al 83,7% y 16,3% de los bancos, respectivamente.

Sin embargo, la composición de la cartera de *participaciones* de bancos y cajas continúa siendo aún bastante diferente. En 2004, mientras las cajas mantenían un 51,7% de su cartera de renta variable en participaciones de empresas de grupo y un 27,6% en participaciones, estos porcentajes eran del 76,3% y el 7,4%, respectivamente, en la banca privada. La explicación del mayor peso de las participaciones en empresas del grupo en el balance de los bancos viene dada por su elevada cartera de participaciones en empresas financieras del grupo, asociada a su vez a su mayor tamaño medio que les permite su creación para la prestación de servicios financieros distintos al de intermediación. En cambio, el mayor peso de las participaciones en el balance de las cajas significaría una mayor implicación de éstas con el tejido empresarial, contrariamente al camino que vienen siguiendo los bancos en los últimos años. Esto último se aprecia mejor al comprobar que el crecimiento de las participaciones de las cajas en el periodo 1997-2004 ha sido del 101,0%, mientras que el de los bancos ha sido del 59,0%.

---

el riesgo a corto plazo; ii) cuando la participación en préstamos del banco supera un determinado valor, el control deja de ser beneficioso para la empresa y para el resto de los accionistas, debido a que el control se ejerce en beneficio de proyectos pocos arriesgados; iii) cuanto mayor es la participación de los bancos, menor es el tipo de interés de los préstamos, debido a que obtienen una mayor información; iv) cuando las empresas participadas atraviesan problemas de liquidez, si entre los accionistas hay un banco, existen menos probabilidades de que los acreedores acuerden una prolongación del plazo del exigible, dando lugar a una aceleración del proceso de desinversión.

15 Buenos ejemplos de ello son la entrada reciente de un buen número de cajas en empresas del sector eléctrico, de suministro de ciertos servicios urbanos (agua, gas) o concesionarias de autopistas.

---

### 3. TAMAÑO Y SEDE DE LAS CAJAS DE AHORROS, Y PARTICIPACIONES EMPRESARIALES

---

Considerando ahora exclusivamente a las cajas de ahorros, cabe preguntarse si existe correlación estadística entre su tamaño y el peso de su cartera de renta variable en su balance. El cuadro 2 pone claramente de manifiesto que esta correlación existe. En 2004, en el grupo 1 de cajas, que incluye a las de mayor tamaño, con una cuota de mercado del 56,54 por 100, el peso de su cartera de renta variable era del 4,80 por 100 del balance, en tanto que en el grupo 5, que incluye a las más pequeñas, con una cuota de mercado del 1,92 por 100, el peso era tan sólo del 1,50 por 100. Y, en general, como puede comprobarse, existe una relación no lineal entre tamaño y peso de la cartera de renta variable que resulta apreciable en todos los años del periodo estudiado.

Otra cuestión interesante consiste en comprobar si existe algún tipo de relación entre la cartera de renta variable de las cajas y el nivel de desarrollo económico de las comunidades autónomas en las que operan principalmente. Los cuadros 3 y 4 nos aportan información sobre ello.

En el cuadro 3, puede comprobarse que las cajas con sede en Asturias, País Vasco, Cataluña y Baleares, comunidades autónomas en las que realizan también la mayor parte de sus actividades, ocupan los cuatro primeros lugares en el *ranking* por peso de la renta variable sobre balance, respectivamente. En los tres últimos casos, la correlación con el PIB *per cápita* a precios de mercado de las respectivas comunidades autónomas resulta evidente, aunque no en el caso de Asturias. Y, a la inversa, los cuatro últimos lugares en este mismo *ranking* lo ocupan La Rioja, Cantabria, Canarias y Extremadura. También aquí, si se exceptúa La Rioja, las demás comunidades autónomas ocupan algunos de los lugares más bajos en PIB *per cápita*. Y, si se desciende a la desagregación por tipos de carteras, los resultados no cambian sustancialmente. Por consiguiente, podemos decir que existe una cierta correlación entre el peso de la cartera de renta variable de las cajas y el nivel de desarrollo económico de las regiones en las que operan, si bien, en determinados casos, la estrategia empresarial de una caja en particular puede hacer que se separe de esta relación. CajaAstur en Asturias y CajaRioja en La Rioja constituyen dos claros ejemplos de esto último.

En el cuadro 4 se ofrece un mayor nivel de detalle sobre el peso y composición de la cartera de renta variable de las cajas por comunidades autónomas y sobre su evolución en el periodo 1997-2004. Tan sólo nos interesa aquí comprobar si está teniendo lugar un proceso de convergencia entre las *participaciones* de las cajas de las regiones más y menos desarrolladas. Aunque podrían utilizarse indicadores de convergencia más refinados, que lógicamente permitirían conclusiones más ricas y precisas, para constatar que se está produciendo este proceso de convergencia

CUADRO 2  
**CUOTA DE MERCADO Y PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE DE LAS CAJAS DE AHORROS  
 POR GRUPOS DE DIMENSIÓN\*, 1993-2004**

	CUOTA DE MERCADO DE LOS GRUPOS DE DIMENSIÓN (% sobre activos totales del sector)					PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE (Porcentaje sobre Balance)						
	Total	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5	Total	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
1993	100,00	50,34	26,00	11,94	8,36	3,35	2,15	3,04	1,32	1,18	1,26	0,99
1994	100,00	50,30	25,54	12,26	8,49	3,42	2,14	2,94	1,41	1,36	1,14	1,22
1995	100,00	49,20	26,30	12,80	8,16	3,53	2,39	3,61	1,31	1,24	1,06	0,88
1996	100,00	49,43	25,96	12,87	8,27	3,47	2,80	3,95	1,79	1,86	1,20	1,18
1997	100,00	49,52	25,17	13,22	8,58	3,51	3,92	5,07	3,24	2,61	2,16	1,80
1998	100,00	50,77	24,34	13,22	8,33	3,34	4,16	5,28	3,15	3,27	2,64	1,87
1999	100,00	57,76	20,58	10,08	7,99	3,58	4,58	5,72	3,30	3,16	3,15	1,78
2000	100,00	58,88	20,96	10,00	7,47	2,68	5,09	6,29	3,82	3,09	3,28	1,84
2001	100,00	58,53	21,47	10,08	6,99	2,93	4,82	5,87	3,90	3,24	3,19	1,62
2002	100,00	58,90	22,24	8,47	7,53	2,85	4,57	5,40	4,08	2,85	3,01	1,34
2003	100,00	56,93	24,04	8,82	7,65	2,56	4,46	4,89	4,69	2,83	3,19	1,58
2004	100,00	56,54	23,89	9,62	8,03	1,92	4,40	4,80	4,20	3,60	3,10	1,50

\* Grupos: Grupo 1, Cajas muy grandes; Grupo 2, Cajas grandes; Grupo 3, Cajas medianas; Grupo 4, Cajas pequeñas; Grupo 5, Cajas muy pequeñas

Fuente: CECA y elaboración propia.

**CUADRO 3**  
**RENDA REGIONAL Y RENTA VARIABLE DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. 2004**

Comunidades Autónomas	PIB a precios de mercado. Base 100		Acc. y otros títulos renta variable		Participaciones		Total Renta Variable	
	RK	Índice	RK	% Balance	RK	% Balance	RK	% Balance
País Vasco	1	122,85	7	1,48	2	5,68	2	7,16
Madrid	2	122,05	17	0,20	7	2,74	12	2,94
Navarra	3	119,54	16	0,24	4	3,41	8	3,67
Cataluña	4	112,93	15	0,39	3	5,47	3	5,86
Aragón	5	111,82	9	1,22	11	1,78	11	3,00
Baleares	6	109,35	3	1,91	6	2,83	4	4,75
La Rioja	7	107,10	14	0,72	17	0,60	17	1,32
Castilla y León	8	106,14	4	1,83	13	1,26	10	3,11
Media Nacional		100,00		0,90		3,45		4,35
Cantabria	9	97,79	10	1,13	14	1,09	16	2,22
C. Valenciana	10	97,12	12	1,08	8	2,40	9	3,48
Canarias	11	90,63	8	1,43	16	0,93	15	2,37
Castilla La Mancha	12	89,93	1	1,98	9	2,05	5	4,03
Galicia	13	89,03	13	0,84	5	3,07	6	3,91
Asturias	14	85,53	5	1,71	1	7,85	1	9,55
Extremadura	15	83,75	11	1,09	12	1,37	14	2,40
Murcia	16	77,66	2	1,94	15	0,96	13	2,90
Andalucía	17	75,80	6	1,71	10	2,01	7	3,72

Fuente: Fies (2005) : Balance Económico Regional. Años 2002-2004 y CECA (2005): Balances Públicos de las Cajas de Ahorros 2004.

**CUADRO 4A**  
**INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE POR FEDERACIONES DE CAJAS DE AHORROS, 1997**

	Andalucía		Aragón		Asturias		Baleares		Canarias		Cantabria		Cast. León		Cast. Mancha		Cataluña	
	Mill. euros	% estr.	Mill. euros	% estr.	Mill. euros	% estr.												
1. Acciones y otros títulos Renta Variable	589	69,8	241	70,0	43	36,4	71	64,5	46	60,1	123	81,2	1	0,3	37	59,0	629	11,9
2. Total participaciones	255	30,2	103	30,0	75	63,6	39	35,5	30	39,9	29	19,8	170	99,7	26	41,0	4.672	86,1
2.1. Participaciones	144	17,1	55	16,1	72	61,1	6	5,6	9	12,1	7	4,3	112	65,5	4	6,9	2.425	45,7
2.2. Participaciones en empr. del grupo	111	13,1	48	13,8	3	2,6	33	29,9	21	27,8	22	14,5	58	34,2	21	34,1	2.247	42,4
3. Total cartera renta variable	844	100	344	100	118	100	110	100	76	100	152	100	171	100	62	100	5.301	100
(% s/ balance)																		
Acciones y otros títulos Renta Variable	2,52	-	2,00	-	1,05	-	2,21	-	1,00	-	4,75	-	0,00	-	0,70	-	0,73	-
Total participaciones	1,09	-	0,85	-	1,84	-	1,22	-	0,66	-	1,10	-	0,78	-	0,48	-	5,39	-
Total cartera renta variable	3,61	-	2,85	-	2,90	-	3,42	-	1,66	-	5,85	-	0,79	-	1,18	-	6,12	-
Total balance	23.373	-	12.071	-	4.079	-	3.201	-	4.599	-	2.601	-	21.697	-	5.290	-	86.680	-
	Extremadura		Galicia		Madrid		Murcia		Navarra		La Rioja		Valencia		País Vasco		TOTAL	
	Mill. euros	% estr.	Mill. euros	% estr.	Mill. euros	% estr.												
1. Acciones y otros títulos Renta Variable	39	75,2	145	57,6	390	28,0	21	67,8	62	54,2	17	56,5	150	32,8	470	54,8	3.624	33,2
2. Total participaciones	13	24,8	107	42,4	1006	72,0	10	27,8	52	45,8	13	43,5	307	67,2	388	45,2	7.294	66,8
2.1. Participaciones	13	24,8	18	7,2	645	46,2	8	27,8	36	31,4	9	31,0	63	13,8	166	21,7	3.813	34,9
2.2. Participaciones en empr. del grupo	-	-	89	35,2	361	25,9	1	4,3	16	14,4	4	12,6	244	53,4	202	23,5	3.481	31,9
3. Total cartera renta variable	51	100	252	100	1396	100	30	100	114	100	29	100	457	100	858	100	10.918	100
(% s/ balance)																		
Acciones y otros títulos Renta Variable	0,90	-	0,83	-	1	-	0,54	-	1,21	-	1,65	-	0,70	-	2,38	-	1,30	-
Total participaciones	0,30	-	0,61	-	3	-	0,25	-	1,02	-	1,27	-	1,43	-	1,96	-	2,82	-
Total cartera renta variable	1,20	-	1,44	-	4	-	0,79	-	2,23	-	2,91	-	2,13	-	4,33	-	3,92	-
Pro-memoria																		
Total balance	4.259	-	17.585	-	37.142	-	3.847	-	5.101	-	1.010	-	21.454	-	19.794	-	278.542	-

Fuente: CECA. Balances públicos de la Cajas de Ahorros.

**CUADRO 4.B**  
**INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE POR FEDERACIONES DE CAJAS DE AHORROS, 2004**

	A Andalucía		Aragón		Balears		Canarias		Cantabria		Cast. León		Cast. Mancha		Cataluña			
	Mill. euros	% estr.	Mill. euros	% estr.	Mill. euros	% estr.												
1. Acciones y otros títulos Renta Variable	986	46,1	128,7	17,9	338	40,5	125	40,3	161	60,5	67,0	51,0	803	58,9	246	49,1	788	6,6
2. Total participaciones	1.155	64,7	592	33,2	496	59,5	184	59,7	105	39,5	64	49,0	561	41,1	255	50,9	11.087	93,4
2.1. Participaciones	588	26,5	578,0	80,2	242	29,1	69	22,4	38	14,3	30,4	23,1	319	23,4	75	15,1	1.818	15,3
2.2. Participaciones en emprcial grupo	588	27,4	14,2	2,0	253	30,4	115	37,3	67	25,2	34,1	25,9	242	17,8	180	35,9	9.269	78,1
3. Total cartera renta variable	2.142	100	721	100	834	100	309	100	267	100	131	100	1.365	100	500	100	11.874	100
(% s/ balance)																		
Acciones y otros títulos Renta Variable	1,71	-	1,71	-	1,22	-	1,91	-	1,43	-	1,13	-	1,83	-	1,98	-	0,39	-
Total participaciones	2,01	-	7,85	-	1,78	-	2,83	-	0,94	-	1,09	-	1,28	-	2,05	-	5,47	-
Total cartera renta variable	3,72	-	9,55	-	3,00	-	4,75	-	2,37	-	2,22	-	3,11	-	4,03	-	5,86	-
Pro-memoria																		
Total balance	57.507	-	7.547	-	27.802	-	6.512	-	11.256	-	5.918	-	43.832	-	12.407	-	202.741	-
Extremadura																		
Mill. euros																		
% estr.																		
Galicia																		
Mill. euros																		
% estr.																		
Madrid																		
Mill. euros																		
% estr.																		
Murcia																		
Mill. euros																		
% estr.																		
Navarra																		
Mill. euros																		
% estr.																		
La Rioja																		
Mill. euros																		
% estr.																		
Valencia																		
Mill. euros																		
% estr.																		
País Vasco																		
Mill. euros																		
% estr.																		
Cajas España																		
Mill. euros																		
% estr.																		
1. Acciones y otros títulos Renta Variable	81	44,5	334	21,5	173	6,9	193	66,8	22	6,5	16	54,5	707	30,9	493	20,6	5.733	20,7
2. Total participaciones	101	55,5	1.218	78,5	2.331	93,1	96	33,2	316	93,5	13	45,5	1.580	69,1	1.897	79,4	21.985	79,3
2.1. Participaciones	88	48,5	314	20,3	1.549	61,9	71	24,5	0	0,0	1	3,9	1.065	46,6	1.279	53,5	7.664	27,6
2.2. Participaciones en emprcial grupo	13	7,0	904	58,3	782	31,2	25	8,7	316	93,5	12	41,6	515	22,5	617	25,8	14.322	51,7
3. Total cartera renta variable	182	100	1.552	100	2.504	100	289	100	337	100	29	100	2.287	100	2.390	100	27.718	100
(% s/ balance)																		
Acciones y otros títulos Renta Variable	1,09	-	0,84	-	0,20	-	1,94	-	0,24	-	0,72	-	1,08	-	1,48	-	0,90	-
Total participaciones	1,37	-	3,07	-	2,74	-	0,96	-	3,41	-	0,60	-	2,40	-	5,68	-	3,45	-
Total cartera renta variable	2,46	-	3,91	-	2,94	-	2,90	-	3,65	-	1,32	-	3,48	-	7,16	-	4,35	-
Pro-memoria																		
Total balance	7.410	-	39.743	-	85.219	-	9.954	-	9.248	-	2.228	-	65.757	-	33.368	-	636.626	-

Fuente: CECA. Balances públicos de la Cajas de Ahorros.

basta con señalar que la tasa de crecimiento de las participaciones de las cajas con sede social en las cuatro comunidades autónomas con mayor nivel de desarrollo (País Vasco, Madrid, Navarra y Cataluña) ha sido en este periodo del 155%, en tanto que la de las cajas con sede en las cuatro comunidades autónomas con menor nivel de desarrollo (Andalucía, Murcia, Extremadura y Asturias) ha sido del 450,7%. Hay que decir que a este resultado han contribuido, sobre todo, las cajas andaluzas, que han multiplicado su cartera de participaciones por 4,5. En cualquier caso, hay que recordar que el tamaño de las cajas y su propia estrategia tiene también que ver con este comportamiento.

---

#### 4. DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

---

En 2002, como puede verse en el cuadro 5, el 75,91% de las participaciones de los bancos se concentraba en tan sólo tres sectores: industria, telecomunicaciones y nuevas tecnologías y banca. En las cajas de ahorros, en estos mismos tres sectores se concentraba también el 53,40% de la inversión, aún cuando en las cajas andaluzas, en particular, este porcentaje era tan sólo del 28,82%.

La concentración era también muy alta, y con parecidas diferencias entre los tres grupos de entidades consideradas, en participaciones en empresas de grupo. En tan sólo dos sectores (construcción y seguros) se concentraba el 86,01% de las inversiones de la banca, el 65,59% de las cajas de ahorros y el 43,17% de las cajas andaluzas.

En estudios particulares sobre federaciones de cajas de determinadas comunidades autónomas, sin llegar a distinguir entre participaciones y participaciones de grupo, se obtienen resultados que ofrecen en cada caso sus propias peculiaridades. En Castilla y León, por ejemplo, los tres sectores que absorben mayor inversión son el agroalimentario, el inmobiliario y el financiero, con un 75%, aproximadamente, del total<sup>16</sup>. Y en Galicia, Caixa Galicia tiene una presencia significativa en banca, electricidad, papel, transporte y telecomunicaciones y Caixanova en banca, agroalimentario, telecomunicaciones y electricidad<sup>17</sup>.

También se han realizado estudios específicos sobre participaciones de las entidades bancarias en un determinado sector. González, Mendieta y Mora (2003) han estudiado las participaciones de las cinco grandes entidades españolas (BSCH, BBVA, La Caixa, Caja Madrid y Banco Popular) en el sector turístico, que apenas representaban el 0,7% del total de sus inversiones en 2000, pese a que este sec-

16 Sierra y Valdunciel, *op. cit.*

17 Vasallo (2001), *op. cit.*, pp. 18 y ss.

CUADRO 5  
**PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE BANCOS Y CAJAS, AÑO 2002**  
**DISTRIBUCIÓN SECTORIAL**

SECTORES	FACA <sup>(1)</sup>	CAJAS <sup>(2)</sup>	BANCOS <sup>(3)</sup>
<b>PARTICIPACIONES</b>			
Agroalimentario	6,56	4,02	0,31
Industria	4,30	37,03	28,05
Construcción y Promoción Inmobiliaria	17,09	12,68	0,73
Obras y Autopistas	5,50	2,48	0,00
Comercio	0,04	0,29	0,00
Inversiones Financieras	0,00	0,00	0,00
Capital-riesgo.	9,88	4,41	0,00
Sociedades de cartera	11,35	7,81	3,01
Sociedad Valores y Bolsa	0,13	0,41	0,00
Servicios financieros	2,62	1,19	0,38
Banca	4,67	5,05	23,04
Seguros	12,12	5,38	0,37
Telecomunicaciones y nuevas tecnologías	19,77	11,65	24,82
Asesoramiento, servicios técnicos, alquileres	0,60	0,51	13,35
Servicios asistenciales, sanitarios etc...	0,10	0,09	0,00
Hoteles y Ocio	2,79	2,12	1,50
Transportes y Aeronáutica	0,34	2,85	2,27
Servicios municipales	0,51	0,28	0,00
Desarrollo empresas	0,42	0,42	0,68
Otras	1,21	1,31	1,48
Total	100,00	100,00	100,00
<b>PARTICIPACIONES EN EMPRESAS DE GRUPO</b>			
Agroalimentaria	0,00	2,32	0,00
Industria	1,69	0,24	0,02
Comercio	0,77	0,06	2,03
Capital-riesgo	1,48	10,65	0,36
Inversiones Financieras	0,10	0,78	0,60
Banca	0,00	4,88	1,73
Informatica	0,08	0,14	0,00
Seguros	26,22	22,61	59,58
Desarrollo empresas	3,04	6,22	0,00
Servicios	37,16	6,03	1,04
Hoteles, ocio	0,60	0,33	0,00
Enseñanza y Educación	2,30	0,19	0,00
Actividad Deportiva	4,12	1,56	0,00
Otras	5,48	1,01	8,22
Total	100,00	100,00	100,00

(1) Datos de las seis cajas de ahorros andaluzas

(2) Datos de 32 Cajas de ahorros españolas

(3) Muestra

tor aporta el 12% del PIB en España. De este porcentaje, más del 90% de estas inversiones en el sector turístico se concentraba en el sector hotelero, distribuyéndose el 10% restante en forma más o menos equilibrada entre parques temáticos, transporte y agencias de viaje<sup>18</sup>.

La información sobre distribución sectorial de las entidades de depósito presenta, no obstante, algunas limitaciones que conviene tener en cuenta a la hora de obtener conclusiones de carácter general. En primer lugar, la información que presentan las distintas entidades no es totalmente homogénea, por lo que cualquier tipo de agregación que se pretenda hacer debe contar con ello. En segundo lugar, la división entre participaciones y participaciones de grupo resulta menos relevante de lo que podría parecer, ya que la adscripción de una determinada sociedad en uno u otro grupo depende de la propia organización jurídica e institucional del grupo de empresas de cada entidad. Por último, es normal que las entidades de depósito tomen participaciones indirectas en empresas a través de sociedades de cartera unipersonales o con mayoría de control, con lo que, en ocasiones, en sus *Memorias*, única fuente de la que es posible extraer esta información, no llega a aparecer la correspondiente a las participaciones indirectas, sino sólo las de las sociedades de cartera tenedoras de tales participaciones, con lo que puede alterarse considerablemente la distribución sectorial.

Con estas limitaciones, pueden hacerse, no obstante, algunas consideraciones de carácter general. En primer lugar, parece clara la tendencia de los bancos a ir abandonando los sectores industriales maduros, en los que estuvieron tradicionalmente, para concentrarse en nuevas tecnologías, empresas de servicios financieros, construcción e inmobiliarias. Las cajas, por su parte, además de tener también una fuerte presencia en los sectores financiero e inmobiliario, están entrando en los sectores industriales maduros que dejan los bancos, como el agroalimentario, minería, industria textil y otros.

En segundo lugar, cuando se estudian algunas cajas en particular, se observa una cierta implicación con los sectores más importantes de las comunidades autónomas en las que tienen su sede social. Por ejemplo, las cajas gallegas tienen participaciones significativas en el sector pesquero (Pescanova), en la empresa eléctrica regional (Unión Fenosa) y en la industria de celulosa (Ence). Y las cajas andaluzas las tienen en el sector agroalimentario (SOS y Ebro) y en el sector inmobiliario y turístico, ambos muy importantes en la economía regional.

En tercer lugar, hay que llamar la atención sobre el interés de las entidades de depósito por los sectores que implican mayor fidelización de clientes a largo plazo,

18 González García, L.; Mendieta, L.F.; y Mora Sánchez, A. (2003): "El sector turístico y las participaciones empresariales de la banca", *Cuadernos de Turismo*, 12 (2003), 77-92.

a través de préstamos hipotecarios, seguros de vida o domiciliación de recibos periódicos, como los de electricidad o agua. Esta es una de sus principales razones para su entrada en sociedades inmobiliarias, de de aguas o concesionarias de otro tipo de servicios.

Por último, hay que destacar la fuerte presencia de las cajas en sociedades de cartera, sociedades de capital riesgo, fondos de desarrollo y sociedades de garantía recíproca, a través de las cuales participan activamente en la promoción y financiación de empresas a medio y largo plazo, la mayor parte de ellas de pequeño y mediano tamaño y de gran imbricación en las economías locales, lo que les hace ser mucho más importantes de lo que puede representar el volumen de sus recursos propios.

En definitiva, las cajas de ahorro españolas estarían contribuyendo activamente al desarrollo económico regional, apoyando accionarialmente sectores maduros, sectores económicos estratégicos de sus respectivos territorios y pequeñas y medianas empresas. Aparte de cumplir con uno de sus objetivos, este comportamiento encontraría también justificación en la teoría de la empresa bancaria, ya que el mejor conocimiento de la economía del territorio y de sus agentes económicos les llevaría, como banca de proximidad, a ofrecer servicios múltiples a sus clientes, entre los que estarían la toma de participaciones empresariales y la financiación a largo plazo de empresas.

Finalmente, la otra cuestión interesante a tratar en este epígrafe es la de la participación de las cajas en sociedades cotizadas. El cuadro 6, elaborado a partir de la información a inversores y accionistas de las propias empresas en sus respectivas páginas Web, contiene la información que puede ser más relevante. Tan sólo se incluyen las participaciones superiores al 5% del capital social, porque son las que están obligadas a declarar las empresas de acuerdo con el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, y la Circular 2/1991, de 24 de abril de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Aunque con una participación inferior al 20% puede alcanzarse una posición de control en el gobierno de la empresa, hemos considerado también este porcentaje porque es el que permite a las cajas consolidar sus resultados de acuerdo con la reciente Circular 4/2004, de 22 de noviembre, del Banco de España, sobre Normas de Información Financiera Pública y reservada y Modelos de Estados Financieros de las Entidades de Crédito.

Como puede comprobarse en los resultados obtenidos, esa literatura sobre el “poder de las cajas” en la economía española, que enlaza con la de principios de los setentas del siglo pasado, viene exagerando un tanto. De las 112 empresas cotizadas actualmente en la Bolsa de Madrid, 31, es decir, un 27,7%, están participadas por las cajas de ahorros en más de un 5% de su capital social, y de ellas, tan sólo 10, un 8,9% del total, en más de un 20% de su capital social. Y si

CUADRO 6  
PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LAS CAJAS EN SOCIEDADES COTIZADAS\*

Sector y Sociedad	Participaciones entre 5 y 19,99% Capital Social	Participaciones de más del 20% Capital Social	Sector y Sociedad	Participaciones entre 5 y 19,99% Capital Social	Participaciones de más del 20% Capital Social
<b>Agua</b>			<b>Inmobiliarias</b>		
Agbar		●	Metrovacesa		●
<b>Alimentación</b>			Colonial		●
Ebro Puleva	●		Imbesos		●
Pescanova		●	<b>Materiales</b>		
Sos		●	Uralita		●
Sos Cuétara	●		<b>Metales</b>		
<b>Autopistas</b>			Lingotes Especiales		●
Abertis		●	Tubacex		●
Europistas		●	<b>Papel</b>		
<b>Bancos</b>			Ence		●
Banco Sabadell	●		Miguel y Costas		●
Banco Andalucía	●		Unipapel		●
Banco de Valencia			<b>Petróleo</b>		
Banco Guipuzcoano		●	Repsol		●
<b>Electrónica</b>			<b>Telecomunicaciones</b>		
Indra Sistemas	●		Telefónica		●
<b>Energía</b>			<b>Textil</b>		
Enagas			Adolfo Domínguez		●
Endesa	●		Tavex Algodonera		●
Gas Natural			<b>Turismo</b>		
Unión Fenosa	●		Sol Melia		●
<b>Fab. Equipo CAF</b>	●				

\*Marzo 2006

Fuente: Memorias anuales de Empresas y CNMV

eliminásemos a las dos grandes cajas (La Caixa y CajaMadrid, estos porcentajes se reducirían en una tercera parte.

Los sectores más representados son, por este orden, el industrial (industrias maduras), el de construcción e inmobiliario, el energético, el financiero y el agroalimentario. Las participaciones de control corresponden a los sectores energético (Enagas, Gas Natural), construcción e inmobiliario (Abertis, Colonial y Europistas), financiero (Banco de Valencia y Banco Guipuzcoano), agroalimentario (Pescanova y Sos) y servicios (Agbar). Y, naturalmente, el tamaño de las cajas y/o la localización de la actividad principal determina en buena medida estas participaciones de control: las cajas catalanas, están en Abertis, Gas Natural, Agbar y Colonial; las cajas vascas, en Banco Guipuzcoano, CAF y Europistas; las cajas gallegas, en Pescanova y Ence; las cajas andaluzas, en SOS; Bancaja, en Banco de Valencia. En las participaciones financieras más importantes, se observa también un criterio parecido.

En definitiva, las cajas de ahorros españolas tienen aún un peso moderado en la Bolsa española; están fundamentalmente en los sectores industrial, energético, agroalimentario y de construcción e inmobiliario; y se observa una cierta correlación, al menos en los casos más significativos, entre las participaciones de control de las cajas y la estructura productiva de sus respectivos territorios de actuación.

---

## 5. CONSIDERACIONES FINALES

---

Esta ha sido la evolución de la cartera de participaciones empresariales de las cajas de ahorro españolas en el periodo 1997-2004 y éstas son las posibles explicaciones de tal evolución. Para concluir, cabe hacer dos consideraciones finales.

La primera de ellas consistiría en plantearse *cuál va a ser la evolución previsible de estas participaciones en los próximos años*. Cualquier predicción que trate de hacerse en este sentido resulta muy arriesgada, pero cabe, no obstante, hacer algunas conjeturas. Ante todo, hay que insistir en que el comportamiento de las cajas en los últimos años ha respondido a criterios de racionalidad económica en función del marco regulatorio existente en cada momento: obedecieron durante la etapa de la dictadura franquista, cumpliendo con los coeficientes obligatorios de inversión; tan pronto se les permitió hacerlo, se deshicieron de su cartera de fondos computables, incluida buena parte de su renta variable, a fin de diversificar sus inversiones y de aumentar su rentabilidad; y han vuelto, más recientemente, a incrementar su cartera de renta variable, cuando la rentabilidad de ésta superó claramente a la de las inversiones crediticias y cuando creyeron ver en esta estrategia una forma de cubrir otros objetivos empresariales y de contribuir al desarrollo económico regional: Por consiguiente, cabe esperar que el *trade-off* rentabilidad-riesgo y los demás elementos explicativos expuestos en el epígrafe primero de este trabajo sean los principales

determinantes del comportamiento de las cajas en relación con su cartera de renta variable en los próximos años

Por otra parte, conviene no olvidar que los supervisores bancarios de todo el mundo occidental mantienen un punto de vista contrario a una excesiva implicación del sistema bancario en el capital de las empresas, penalizando la renta variable con un alto consumo de recursos propios. En España, en particular, el Banco de España mantiene una posición particularmente dura respecto a las cajas de ahorros, apelando a que las participaciones, si sobrepasan determinados límites o alcanzan proporciones relativamente importantes en el balance, pueden ser extrañas a su naturaleza y objetivos. Por otra parte, también la legislación financiera española de los últimos años mantiene un cierto recelo respecto a las participaciones empresariales de las cajas. Así, por ejemplo, la llamada Ley de Transparencia, de 2003, ha obligado a las Cajas a crear una Comisión de Inversiones cuya función es informar al Consejo de Administración sobre la viabilidad financiera de las posibles tomas de participaciones y sobre su adecuación a los objetivos expresamente definidos por sus Estatutos o por su Asamblea General. Y también la nueva Circular Contable 4/2004 del Banco de España ha hecho menos atractiva la cartera de renta variable permanente para las entidades de crédito al elevar los porcentajes de participación que permiten la consolidación contable

Finalmente, si a esto último se añade que recientes episodios, como la OPA de Gas Natural sobre Endesa, han traído de nuevo a un primer plano los riesgos que implica un modelo de banca universal y la discusión acerca de si es conveniente que las cajas tengan una importante cartera de participaciones empresariales, cabe pensar que éstas no vayan a continuar con su actual escalada de aumento de su cartera de renta variable permanente, al menos al ritmo en que lo han venido haciendo en los últimos años.

La segunda consideración consistiría en preguntarse sobre las *posibles consecuencias de un eventual aumento progresivo del peso de las participaciones empresariales en el balance de las cajas*. De nuevo aquí, hay que contemplar distintos aspectos de la cuestión. En primer lugar, ya se ha dicho, en modo alguno está probado que el modelo financiero anglosajón sea superior al europeo. Y tampoco lo está que las cajas de ahorros, por no tener bien definidos sus derechos de propiedad, estén inhabilitadas para tener una cartera permanente de renta variable, y mucho menos que ésta sea contraria a sus objetivos, como han pretendido algunos analistas. Antes al contrario, el comportamiento de las cajas en los últimos años avala que han sabido gestionar racionalmente su balance, incluida la cartera de renta variable, y hay que recordar también que uno de sus objetivos es, precisamente, el de contribuir al desarrollo regional.

En segundo lugar, hay que atender a la actual estructura empresarial española, en la que continúan pesando mucho las pequeñas y medianas empresas que, como

es sabido, presentan importantes limitaciones estructurales para su financiación, dependiendo mucho de la financiación bancaria y de la existencia de un “entorno financiero” favorable. En estas circunstancias, y dado que el comportamiento de las cajas ha venido ajustándose a lo que predice la teoría de la empresa bancaria, ¿no debería más bien pedírseles que continúen con su actual política de apoyo a la creación de empresas regionales, incluso mediante la participación directa en su capital social?.

El principal riesgo para que la respuesta a esta pregunta sea inequívocamente sí, consistiría en que el peso económico y financiero de las cajas llegara a ser demasiado importante en determinadas comunidades autónomas, e incluso en el conjunto nacional, como para poder llegar a influir decisivamente en el propio orden económico. Éste fue uno de los argumentos que se esgrimieron en la Ley Bancaria de 1964 para tratar de poner fin a al “poder de la banca”; éste fue también uno de los mayores reproches que se hicieron, durante la transición política, a la economía franquista, fuertemente intervenida y dependiente del sistema bancario; y ésta fue una de las razones que se esgrimieron para el desmantelamiento del INI y de la banca pública. Pero esto está aún lejos de ocurrir, según hemos visto; la situación de la economía española es también muy distinta a la de entonces; y, en cualquier caso, quedaría aún mucho por hacer antes de llegar a imponer a las cajas algún tipo de limitación para su cartera de participaciones, lo que, en cualquier caso, podría venir legislando sobre su buen gobierno corporativo. Entretanto, este riesgo, siempre manejable, será inferior al que se derivaría de una insuficiencia de iniciativas empresariales, sobre todo en determinadas regiones españolas.