

# EKONOMIAZ

## Grupos empresariales

Nuevos agentes económicos de decisión

II · 2008





# EKONOMIAZ

N.º 68 - 2.º CUATRIMESTRE - 2008

**EUSKO JAURLARITZA**



**GOBIERNO VASCO**

OGASUN ETA HERRI  
ADMINISTRATIO SAILA

DEPARTAMENTO DE HACIENDA  
Y ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

**Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia**

Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco

Vitoria-Gasteiz, 2009

## CONSEJO DE REDACCIÓN / ERREDAKZIO KONTSEILUA

### Director/ Zuzendaria

Iñaki Beristain Etxabe

*Dirección de Economía y Planificación. Departamento de Hacienda  
y Administración Pública. Gobierno Vasco*

### Subdirector/ Zuzendariorde

Javier Gúrpide Ibarrola

*Subdirector de la revista. Departamento de Hacienda y Administración Pública. Gobierno Vasco*

Alberto Alberdi Larizgoitia  
*Departamento de Industria, Comercio y Turismo.  
Gobierno Vasco*

Carlos Agustín Alvarado García  
*Universidad de Deusto*

Alexander Boto Bastegieta  
*Ihobe,*

Jesús Ferreiro Aparicio  
*Universidad del País Vasco*

Juan Antonio Maroto Acín  
*Universidad Complutense de Madrid, UCM*

Mikel Navarro Arancegui  
*Universidad de Deusto*

Arantza Olalde Maguregui  
*Departamento de Hacienda y Administración Pública.  
Gobierno Vasco*

Juan Francisco Santacoloma Sanz  
*Universidad de Deusto*

### REDACCIÓN Y ADMINISTRACIÓN / ADMINISTRAZIO ETA ERREDAKZIO

Departamento de Hacienda y Administración Pública/Ogasun eta Herri Administrazio Saila  
c/ Donostia-San Sebastián, s/n.

01010 Vitoria-Gasteiz

Teléfonos: 945/01 90 38. Administración

945/01 90 36. Redacción

<http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>

### SUSCRIPCIÓN ANUAL / URTEKO HARPIDETZA:

Particulares: 18 €. Instituciones y empresas: 30 €.

Precio de un ejemplar/Ale bakarren prezioa: 12 €.

EKONOMIAZ aldizkarian parte hartu nahi dutenek Eusko Jaur-laritzako Ogasun eta Herri Administrazio Sailera igorri beharko dituzte beren idazlanak.

Eredakzio Kontseilua beretzat gordetzen du jasotako artikulua argitaratzeko eskubidea, aurrez ebaluatzaile anonimo baten edo batzuen iritzia ezagutuko duelarik. Idazlana argitaratzeak ez du, berez, edukiarekiko adostasunik adierazi nahi, beraren erantzunkizuna egilearena eta ez beste inorena izango delarik.

Artikuluak aurkezteko arauen laburpena honako web orri hone-tan daude: [http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos\\_e.asp](http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos_e.asp)

EKONOMIAZ aldizkariako artikulua indexatuak dira ondoko datutegietan: CSICeko ISOC eta American Economic Association elkarteko *Journal of Economic Literature*-k argitaratzen dituen JEL CD formatoan, e-JEL eta EconLit, LATINDEX eta DIALNET alertasarean.

Todas aquellas personas que deseen colaborar en EKONOMIAZ deberán enviar sus artículos al Departamento de Hacienda y Administración Pública del Gobierno Vasco.

El Consejo de Redacción se reserva el derecho de publicar los artículos que reciba, previo sometimiento a un proceso de evaluación anónima doble. Su publicación no significa necesariamente el acuerdo con el contenido que será de responsabilidad exclusiva del autor.

Un resumen de las normas de presentación de los artículos se puede encontrar en la página web: [http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos\\_c.asp](http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos_c.asp)

Los artículos de EKONOMIAZ son indexados en las bases de datos ISOC del CSIC y JEL en CD, e-JEL y EconLit del *Journal of Economic Literature* de la American Economic Association, LATINDEX y en la red de alertas DIALNET.

Argitaratzailea: Eusko Jaur-laritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia  
Edita: Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco  
Donostia-San Sebastián, 1 - 01010 Vitoria-Gasteiz

Fotokonposaketa: RALI, S.A.  
Fotocomposición: Particular de Costa, 12-14, 7.ª - 48010 Bilbao

Inprimaketa: Estudios Gráficos ZURE, S.A.  
Impresión: Carretera Lutxana-Asua, 24-A - Erandio-Goikoa (Bizkaia)

Lege Gordailua: BI 2017-1985  
Depósito Legal:

ISSN 0213-3865

# SUMARIO

## PRESENTACIÓN

### GRUPOS EMPRESARIALES

Coordinadora:

Nuevos agentes económicos de decisión

**Carmen Galve Górriz**

**Concentraciones empresariales e información contable sobre grupos de empresa**

16

*Vicente Condor López  
Ana Monclús Salamero*

**Grupos de coordinación y reforma contable. Evolución de la regulación nacional e internacional**

32

*José Ignacio Martínez Churiaque  
José Manuel Rodríguez Molinuevo  
Igor Álvarez Etxebarria  
Izaskun Ipiñazar Petralanda*

**Los grupos de sociedades en el derecho tributario**

56

*Miguel Ángel Romeo Ibáñez  
Juan Ignacio Garicano del Hoyo*

**El significado jurídico de los grupos de sociedades. La corporate governance**

84

*José Miguel Embid Irujo*

**Estructuras de propiedad y grupos empresariales en España**

102

*Aitor Garmendia Lazkano  
Olga del Orden Olasagasti*

**La actividad de los grupos empresariales en las OPA. La experiencia española (1983-2007)**

134

*Inés Pérez-Soba Aguilar*

**Participaciones industriales de la banca española: contexto, evolución y situación actual**

156

*María Sacristán Navarro  
Laura Cabeza García*

**Supervivencia y diversificación de los grupos familiares y no familiares encabezados por una empresa española cotizada en el periodo 1990-2005**

182

*Alejandro Hernández Trasobares  
Carmen Galve Górriz*

**Los grupos familiares. Una descripción de los grupos empresariales del Instituto de la Empresa Familiar**

210

*Lluís Bru Martínez  
Rafel Crespi Cladera*

**El caso de CIE Automotive. El crecimiento de un grupo empresarial mediante la internacionalización**

230

*Oskar Villarreal Larrinaga*

**Alianzas estratégicas en el sector bancario español que cotiza en bolsa**

264

*Nieves García-Casarejos  
Nuria Alcalde Fradejas  
Manuel Espitia Escuer*

**Grupos piramidales y deuda en España**

288

*Inmaculada Aguiar Díaz  
Domingo Javier Santana Martín*

**Corporaciones transnacionales y tendencias de la inversión extranjera en la globalización**

310

*Jorge Fonseca Castro*

---

## OTRAS COLABORACIONES

---

### **Déficit excesivos e investigación y desarrollo**

354

*Oscar Afonso  
Rui Henrique Alves  
Paulo B. Vasconcelos*

### **Comportamiento presupuestario y crecimiento económico en los países de la Unión Europea, 1984-2003**

370

*María Jesús Vara Miranda*

### **La productividad total de los factores en los países desarrollados. Componentes y factores determinantes**

404

*Carmen López-Pueyo  
Sara Barcenilla Visús  
María Jesús Mancebón Torrubia  
Jaime Sanaú Villarroya*

# *PRESENTACIÓN*

El enorme desarrollo de las comunicaciones internacionales y de las tecnologías de la información, así como la liberalización de los intercambios económicos y financieros en las últimas décadas han acelerado la mundialización de los mercados y de las empresas, provocando un desfase entre el tamaño de las empresas y la dimensión, muy superior, del mercado en el que competir. Esta necesidad de mayores dimensiones para competir en mercados cada vez más globalizados así como la imposibilidad que una empresa pueda desarrollar por sí sola todos los recursos y habilidades necesarias para el éxito, conducen a las empresas a establecer distintos nexos de unión entre ellas para alcanzar dichos objetivos. Ante esta situación de cambios, las empresas se han involucrado en complejos procesos de reformas estructurales y organizativas, detectándose un fuerte incremento de fusiones, adquisiciones, alianzas o intercambios accionariales que son utilizadas por las unidades de producción para su expansión internacional.

Además de este proceso globalizador, la empresa debe decidir qué actividades se van a desarrollar en el interior de la misma y cuáles en el mercado. Al hacer esto se establecen sus límites y se definen las principales relaciones con las demás empresas, suministradoras, distribuidoras o clientes finales. Al elegir estos límites, la empresa está decidiendo, implícitamente, el grado de utilización de diferentes formas de gobierno. Esta elección responde a preguntas tales como: ¿Qué transacciones serán interiorizadas y gobernadas mediante el uso de la jerarquía (autoridad) y qué transacciones serán gobernadas por el mercado (precios)? La empresa, al utilizar el mercado, incurre en costes de

transacción ex-ante (costes de identificar y contactar con los posibles agentes y los costes de negociación) y costes ex-post (costes de garantizar el cumplimiento de lo acordado). Utilizar la empresa como forma de gobierno también supone incurrir en costes de gestión y coordinación (costes por pérdida de control, costes de influencia y costes de agencia).

La dicotomía empresa-mercado está siendo desbordada por la importancia, cada vez mayor, de los acuerdos, alianzas o intercambios accionariales entre empresas como soluciones organizativas capaces de encontrar un equilibrio entre la flexibilidad que ofrece el mercado y la coordinación y estabilidad propias de la integración vertical. Por otro lado, la adopción de estas formas organizativas, por parte de algunas empresas, ha cambiado las reglas del juego introduciendo una nueva forma de competencia entre grupos de empresas que cooperan internamente y que a su vez compiten con otros grupos de empresas rivales.

Estos grupos de sociedades que se van creando suscitan el interés de economistas, contables, juristas, políticos y profesionales de la gestión. Este interés por los grupos de sociedades se justifica por ser éstos actualmente una de las formas empresariales más importantes. Ello es así tanto desde un punto de vista cuantitativo o por su relevancia en el desarrollo económico (las operaciones de adquisición de activos financieros alcanzaron en 2006 el 23% del PIB), como por su complejidad. Los grupos de sociedades permiten combinar las ventajas de una estructura flexible (conjunto de unidades jurídicamente independientes) con las derivadas de centralizar algunas funciones. Los campos de interés de estos colectivos comprenden desde aspectos concretos acerca de la estructura de propiedad de los grupos piramidales de sociedades, y en particular de la sociedad dominante que cotiza en bolsa, hasta los más generales sobre el papel del Derecho y la Política (marco jurídico e institucional) en el desarrollo de los mercados de capitales que han de financiar la inversión y el crecimiento de la empresa en particular y de la economía en general.

El presente número, que el lector tiene en sus manos, incluye un conjunto de trabajos sobre grupos de sociedades, escritos por autores españoles especializados en el tema concreto objeto de su colaboración. En general, estos trabajos reflexionan sobre la realidad española de los grupos de sociedades desde una perspectiva comparativa internacional, planteado desde diversos puntos de vista: mercantil, contable, fiscal; y va acompañado de trabajos empíricos, lo cual permite contribuir al enriquecimiento del debate económico y social sobre el tema.

Con el objeto de ofrecer un marco general de integración de los distintos trabajos que facilite la lectura posterior de cada uno de ellos, estructuramos el contenido de este monográfico de la siguiente forma. En primer lugar, partiendo de la cada vez mayor demanda de información existente sobre los grupos empresariales se analiza el marco regulatorio contable, mercantil, fiscal y jurídico sobre los grupos de sociedades. En segundo lugar, y dada la divergencia empírica existente entre países en cuanto a su existencia, se pretende dar respuesta a la siguiente cuestión ¿qué factores determinan la existencia o no de los grupos de empresas?



## DEMANDA DE INFORMACIÓN SOBRE GRUPOS DE SOCIEDADES Y REGULACIÓN EXISTENTE

La demanda de información sobre grupos de empresas ha crecido de forma importante durante la última década. La capacidad de las oficinas de estadística para dar respuesta a esta demanda debe venir precedida de la inclusión de la unidad de grupo de empresas en el Registro Central.

El Reglamento del Consejo 696/93 sobre Unidades Estadísticas recoge una definición de grupo de empresas, basándose en el concepto de grupo contable, tal y como se propone en la Séptima Directiva. El grupo es un conjunto de empresas bajo control de la empresa cabeza de grupo. Esta es una unidad jurídica matriz, que no está controlada (directa o indirectamente) por ninguna otra unidad jurídica. Como consecuencia toda empresa filial de una empresa filial se considera como filial de la empresa matriz.

La adaptación del ordenamiento contable español en materia de grupos de empresas ha seguido la normativa emanada del *International Accounting Standards Board* (IASB, 2008), por lo que la Ley 16/2007 (Ley de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea) modifica la redacción del artículo 42 del Código de Comercio (CC) y reconoce que «existe grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente el control de otra u otras». El Código de Comercio recoge una serie de indicios que presumen la existencia de control: poseer la mayoría de los derechos de voto; tener la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; haber designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. Se puede decir, por tanto, que en el ámbito del Derecho mercantil y contable, el concepto de grupo es único, sólo existe una definición legal contenida en el artículo 42 del CC., de la que se derivan todas las consecuencias mercantiles y contables de la consideración de varias sociedades como grupo.

Asimismo, la reforma del ordenamiento contable en el ámbito de la Unión Europea no sólo redefine el tratamiento contable aplicable a las combinaciones de negocios en general, sino también la definición de grupo de empresas obligado a presentar las cuentas consolidadas, así como los criterios contables que sirven de guía para elaborar dichas cuentas de grupo. En este contexto, las cuentas consolidadas se convierten en el referente óptimo de información para el análisis de la situación de los grupos de empresas. El trabajo de **Vicente Condor López y Ana Monclús Salamero** describe el enfoque contable con que se abordan los grupos de sociedades y detalla el nuevo marco normativo que les resulta de aplicación en España tras el proceso de armonización contable derivado de la adaptación de la legislación mercantil a la normativa contable internacional adoptada por la Unión Europea. Por otro lado, el trabajo de **José Ignacio Martínez Churiaque, José Manuel Rodríguez Moli-nuevo, Igor Álvarez Etxebarria e Izaskun Ipiñazar Petralanda** presenta, por un lado, la evolución del marco regulatorio nacional e internacional de los grupos de coordinación, quienes

actualmente no tienen el deber de consolidación de cuentas, con excepción de las entidades bancarias y de las empresas de servicios de inversión; y por otro, analizan las obligaciones contables de los grupos de coordinación en la legislación vigente desde 2008.

Además de la legislación mercantil, en España el Derecho fiscal también ha reconocido al grupo de sociedades como entidad diferenciada. La principal referencia es la Ley 43/1995, de 27 de diciembre del Impuesto de Sociedades (actualmente, Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido del Impuesto de Sociedades). Con la entrada en vigor de esta ley, la relación entre fiscalidad y contabilidad alcanza su culminación al determinarse la base imponible, de acuerdo con el artículo 10 de la ley, partiendo del resultado contable corregido en los ajustes expresamente previstos por la propia ley del impuesto.

En esta línea de aproximación entre el Impuesto de Sociedades y el Derecho mercantil, las referencias en el texto del impuesto al artículo 42 del CC. son continuas, aunque no se consigue una coincidencia en el concepto de grupo, siendo el concepto fiscal de grupo mucho más restringido que el concepto mercantil y contable del artículo 42 del CC. Fundamentalmente destaca el porcentaje del 75% de participación exigido para incluir una sociedad en el perímetro de consolidación fiscal, frente al 51% exigido para incluir una sociedad en el perímetro de consolidación contable. En este sentido el trabajo de **Miguel Ángel Romeo Ibáñez** y **Juan Ignacio Garicano del Hoyo**, partiendo de la importancia del artículo 42 del CC como referente básico en la legislación fiscal, presenta las divergencias existentes en el concepto de grupo de sociedades, no sólo entre el Derecho mercantil y el Derecho tributario sino dentro de éste último según el tipo de impuesto analizado (Impuesto de Sociedades, Impuesto sobre el Valor Añadido, Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y el Impuesto de Actividades Económicas). Los autores facilitan el seguimiento de su trabajo al analizar cada impuesto independientemente.

En el ordenamiento jurídico, el grupo de sociedades constituye una realidad importante al tratarse de una modalidad singular de empresa que no suprime la personalidad jurídica de sus componentes; el grupo se caracteriza por combinar una unidad empresarial junto con una pluralidad jurídica. Las sociedades agrupadas, aunque mantienen su personalidad jurídica propia, ven reducida su autonomía económica por haber cedido a la entidad cabecera un número de facultades en materia empresarial. Esta característica es la fuente de complejidad de la figura de grupo de sociedades y de la dificultad de su tratamiento normativo, ya que las sociedades pertenecientes al grupo no podrán ser responsables únicos de una determinada conducta. Es decir, esta característica esencial de la figura de grupo plantea la posible implicación de alguna de las empresas pertenecientes al grupo en la responsabilidad de una sociedad concreta del grupo.

La condición de empresa articulada mediante diversos sujetos de Derecho puede ser fuente de conflictos de intereses entre los integrantes del grupo. El interés de la empresa como unidad o grupo puede no coincidir con los intereses particulares de las sociedades que lo componen. En el caso particular de que el interés del grupo como unidad responda al interés de la entidad dominante, responsable de marcar la pauta de comportamiento de las sociedades integrantes de éste, y no responda al conjunto de intereses de las distintas

sociedades agrupadas se dará un conflicto de intereses, cuya resolución viene a constituir el corazón del Derecho de los grupos de sociedades.

Con respecto a la regulación jurídica sobre grupos de sociedades, sorprende la escasez de países (sólo Alemania y Portugal) que disponen de un régimen jurídico suficiente y adecuado de esta forma singular de empresas, entre ellos España. Sin embargo, no han faltado los intentos por conseguirlo, no sólo en los diversos ordenamientos jurídicos nacionales sino también en la Unión Europea; prueba de ello es el Informe Winter, elaborado por un equipo de juristas europeos, en el que se fijan pautas para la regulación de las sociedades mercantiles en el ámbito europeo. El mencionado informe señala que a la hora de contemplar el régimen jurídico de los grupos de sociedades es imprescindible hacer alusión al «principio de transparencia» y al «equilibrio de intereses en el seno del grupo», poniendo de relieve la conexión existente entre los grupos de sociedades y el gobierno corporativo. El trabajo de **José Miguel Embid Irujo** analiza de forma detallada y exhaustiva la regulación jurídica de los grupos con especial atención a las iniciativas de reforma de gobierno corporativo emprendidas en España en los últimos años. El autor propone el «contrato de grupo», compatible con el vigente Derecho español, como fórmula idónea para establecer las bases sólidas sobre su régimen jurídico.

## **FACTORES DETERMINANTES DE LA EXISTENCIA DE GRUPOS DE SOCIEDADES**

En la literatura sobre grupos empresariales existen trabajos empíricos que sugieren que los grupos empresariales emergen como una solución organizativa a los problemas generados por la ineficiencia o falta de instituciones que den seguridad a los intercambios en el mercado (recursos, capital y trabajo), más propios de las economías emergentes que de las desarrolladas. Entre las causas que explican la formación de grupos de empresas en las economías emergentes se subrayan las siguientes: las empresas integrantes del grupo pueden satisfacer sus necesidades de financiación mediante la captación de fondos internos disponibles dentro del grupo, cuando el mercado de capitales externo es ineficiente; las empresas integrantes del grupo también pueden hacer frente a las ineficiencias de los mercados de factores o servicios complementarios, cuando el grupo es la suma de un colectivo de sociedades y cada una de ellas implicada al menos en una actividad del conjunto de actividades que forman la cadena de valor; el grupo también permite a las empresas que lo forman aprovechar los conocimientos y habilidades desarrollados por otras empresas del grupo, acceder a nuevas tecnologías, y reducir riesgos.

Sin embargo, los grupos de sociedades existen en países desarrollados y en países emergentes y por tanto los grupos no pueden explicarse genéricamente como respuesta a la falta de instituciones que dan seguridad a los intercambios en el mercado y protección a los inversores. Por otro lado, alguna investigación más reciente sugiere que los grupos de empresas en muchas partes del mundo están asociados con la clase de problemas de gobierno corporativo, la evasión de impuestos, el poder de mercado y la influencia política.

Los grupos piramidales se definen como organizaciones en las que empresas legalmente independientes son controladas por el mismo *entrepreneur* (la empresa cabeza de grupo) a través de una cadena de relaciones de propiedad. Los grupos piramidales que involucran a empresas cotizadas, permiten una importante expansión de actividades del propietario situado en la cúspide de la pirámide al controlar un gran conjunto de activos con una inversión relativamente menor.

Por otra parte los grupos piramidales también se relacionan con los problemas de gobierno corporativo, induciendo a una separación de la propiedad y el control, que es similar a la que se produce en las empresas gerenciales, con dispersión importante entre la propiedad y la dirección profesional. Sin embargo, esta separación tiene unas consecuencias potencialmente más negativas en las pirámides porque en ellas los titulares de las acciones de la empresa en el vértice de la pirámide tienen derechos de propiedad formales, que les protegen frente a operaciones de tomas de control y frente a rebeliones de la junta de accionistas o de los consejeros externos, lo que no les ocurre a los directores profesionales. A priori, los grupos piramidales crean unas condiciones muy favorables para que los últimos propietarios desarrollen estrategias *tunneling* (expropiación de los accionistas minoritarios a través de las transferencias de activos y beneficios fuera de la empresa, a favor de los accionistas controladores) para minimizar su sensibilidad ante resultados negativos, así como para maximizar su sensibilidad a los resultados positivos (sean o no económicos). Por otro lado, algunos autores afirman que los incentivos del accionista controlador para extraer o transferir valor se amplifican cuando los derechos de voto del accionista controlador son superiores a los derechos económicos.

Con respecto a la evasión de impuestos, en entornos donde las empresas e industrias presentan diferentes tasas de rentabilidad y pueden acogerse a distintos beneficios fiscales, a través del grupo, el accionista de control tiene la posibilidad de reducir la imposición efectiva que finalmente soporta sobre los flujos de caja a los que tiene derecho, desplazando los beneficios fiscales hacia las empresas situadas más arriba en la pirámide, o puede reorganizar la pirámide de manera que las empresas con unos beneficios fiscales más generosos queden colocadas en la parte alta. Cuando la tributación efectiva es diferente en unos sectores u otros, a través de precios de transferencia o de otros mecanismos es posible transferir rentas lateralmente desde las subsidiarias de mayor a las de menor presión fiscal efectiva. Los accionistas minoritarios de las empresas que como consecuencia de estas transferencias intra-grupo pierden beneficios fiscales, contemplarán las mismas como problemas de gobierno.

Por último, y con respecto al ejercicio de poder de mercado, los grupos de empresa crean estructuras de control que permiten concentrar poder de decisión con una fracción de capital relativamente pequeña. El grupo se caracteriza por combinar una unidad empresarial junto con una pluralidad jurídica y aunque mantienen su personalidad jurídica propia, reducen su autonomía económica por ceder al accionista de control las facultades esenciales en materia empresarial. Este hecho tiene implicaciones importantes desde el punto de vista de gobierno corporativo, ya que los grupos de sociedades pueden adoptar una estructura compleja, generando una opacidad, y por tanto una ausencia de transparencia, difícil

de desenmascarar por los accionistas minoritarios, los consumidores y la sociedad en general. Se hace necesario, por tanto, una pormenorizada evaluación de las concentraciones empresariales más allá de las fusiones y de las adquisiciones de empresas, ya que la coincidencia de un accionista común de control para un colectivo de empresas puede dar lugar a la colusión explícita entre ellas y a un ejercicio de poder de mercado que puede perjudicar a los distintos *stakeholders*.

Resumiendo, los grupos de sociedades pueden responder a razones de búsqueda de eficiencia y de seguridad y protección de los inversores en los mercados, pero también a razones mucho más oscuras y que tienen que ver con la obtención de beneficios privados, la evasión de impuestos y el ejercicio de poder de mercado.

La investigación académica en España se ha ocupado sobre todo del análisis de la estructura de propiedad de las empresas españolas que cotizan en Bolsa y de cómo influye ésta en el comportamiento, los resultados y el valor económico de las empresa. Sin embargo, existe una escasez de trabajos destinados al estudio de los grupos de sociedades y de la influencia de éstos en la eficiencia y mucho menos o prácticamente ninguno, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, al estudio de los grupos como herramienta que permite apalancar el control y optimizar la carga impositiva.

Los trabajos empíricos que se recogen en este monográfico vienen a cubrir parte del vacío existente. En concreto, estos trabajos podemos agruparlos en tres bloques:

***Trabajos destinados al estudio de la estructura de propiedad, identificación de grupos y estrategias de crecimiento o diversificación de éstos***

Aitor Garmendia Lazkano y Olga del Orden Olasagasti describen, en primer lugar, las estructuras de propiedad y control de las empresas españolas mediante el análisis de la naturaleza del accionista principal y del grado de concentración del accionariado. En segundo lugar, los autores identifican los grupos empresariales nacionales y extranjeros en España, y analizan éstos en función del tamaño, morfología, grado de participación accionarial y distribución geográfica y sectorial de los mismos.

Por su parte Inés Pérez-Soba Aguilar analiza las estrategias de crecimiento adoptadas por los grupos de sociedades industriales y financieros vía ofertas públicas de adquisición en los mercados bursátiles durante el periodo 1983-2007. La autora analiza en qué sectores están invirtiendo los grupos empresariales, diferenciando según el grupo sea industrial o financiero, y distinguiendo dentro del sector financiero entre bancos y cajas.

El trabajo realizado por María Sacristán Navarro y Laura Cabeza García viene a completar el trabajo anterior, en el que las autoras, tras justificar el contexto en el que opera la banca española y analizar los principales beneficios y costes de la banca como accionista, describen la evolución de las participaciones industriales de la banca española, diferenciando entre bancos y cajas de ahorro.

Partiendo de la importancia de las empresas familiares en las economías nacionales, Alejandro Hernández Trasobares y Carmen Galve Górriz describen la evolución de las empresas familiares y no familiares en el mercado bursátil español durante el periodo 1990-2005

con el objeto de analizar si la naturaleza del accionista principal de control influye en la supervivencia de las empresas. Posteriormente, y con respecto a las decisiones estratégicas de crecimiento, los autores analizan, tomando como unidad de análisis el grupo piramidal de sociedades que hay detrás de cada una de las empresas cotizadas, las diferencias en el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades presentes en la muestra de empresas cotizadas supervivientes.

El trabajo de **Lluís Bru Martínez y Rafel Crespí Cladera** es complementario del trabajo anterior, ya que los autores analizan, a partir de la muestra, los grupos empresariales familiares pertenecientes al Instituto de la Empresa Familiar; por un lado, la estructura empresarial de los grupos y, por otro, cómo las familias estructuran el control y la gestión del grupo empresarial, estudiando los consejos de administración de los grupos.

### ***Trabajos empíricos que apoyan la teoría de que los grupos responden a razones de eficiencia y búsqueda de mayor valor económico de las acciones***

**Oskar Villarreal Larrinaga** analiza un caso ilustrativo de crecimiento de un grupo empresarial, CIE Automotive, a través de la internacionalización. El autor describe cómo la estrategia de internacionalización adoptada por el grupo responde a un entorno competitivo del sector de automoción caracterizado por la deslocalización de plantas productivas de los grandes clientes (proveedores de primer nivel y constructores) hacia países con mercados en crecimiento y menores costes, lo que fuerza a las empresas auxiliares a seguirlos por todo el mundo. El autor constata cómo la estrategia de crecimiento y de proveedor global e integral le permite al grupo mantener un crecimiento rentable y sostenido.

El trabajo de **Nieves García-Casarejos, Nuria Alcalde Fradejas y Manuel Espitia Escuer** analiza en qué medida las alianzas estratégicas suscritas por los bancos españoles durante el periodo 1996-1999, donde la banca tuvo que prepararse para afrontar el reto de la Unión Económica y Monetaria, contribuyeron a crear valor para el accionista. Además los autores relacionan la generación de valor con dos características importantes de las alianzas estratégicas: su estructura de gobierno y su alcance geográfico.

### ***Trabajos empíricos que apoyan la teoría de que los grupos de sociedades responden a estrategias «tunneling» y búsqueda de poder de mercado***

El trabajo de **Inmaculada Aguiar Díaz y Domingo Javier Santana Martín** revela la utilización de grupos piramidales como mecanismos de expropiación de rentas, lo cual puede ser reflejo de la reducción de la demanda u oferta de recursos ajenos, debido a la búsqueda de beneficios privados por parte de los accionistas controladores en detrimento de los intereses de los propietarios minoritarios.

Por último, y a un nivel más global, el trabajo de **Jorge Fonseca Castro** analiza la evolución de las corporaciones transnacionales en la economía mundial y las principales tendencias de las inversiones directas en el extranjero realizadas en las últimas décadas. Así mismo, se identifican las estrategias que subyacen en la orientación de estas inversiones: conquistar mercados, buscar recursos naturales, obtener activos estratégicos y conseguir eficiencia para acceder a terceros mercados. Una de las conclusiones más importantes que

el autor infiere, de acuerdo a los resultados obtenidos, es que estas inversiones no han contribuido a reducir las divergencias regionales sino, probablemente, a incrementarlas.

En cuanto a los trabajos de colaboración que acompañan a este número **Oscar Afonso, Rui Henrique Alves y Paulo B. Vasconcelos** analizan la posibilidad de considerar algunos gastos relativos a la inversión pública (concretamente los gastos dirigidos a I+D) como excepciones a la aplicación de las normas fiscales vinculantes a los Estados miembros mediante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Para ello utilizan un modelo de estructura económica estándar de teoría de crecimiento en I+D endógeno para dos países de la Unión Monetaria.

Por su parte, **María Jesús Vara Miranda**, tras analizar la evolución de las principales variables presupuestarias en las economías de la Unión Europea y establecer una tipología de países conforme a la dimensión de su actividad presupuestaria, realiza tres aproximaciones a la evidencia empírica en función de la cual se argumenta la gran dificultad de establecer algún tipo de relación causal entre la evolución de las variables fiscales o el tamaño de la actividad presupuestaria y el crecimiento económico de los países europeos en el intervalo 1984-2003.

Finalmente, **Carmen López-Pueyo, Sara Barcenilla Visús, María Jesús Mancebón Torrubia y Jaime Sanaú Villarroya** miden la productividad total de los factores (PTF) de diez sectores industriales en seis países desarrollados mediante la aplicación de técnicas no paramétricas, así como la descomposición de un índice de PTF en sus dos componentes «cambio técnico» y «cambio en la eficiencia» y la valoración de la capacidad del capital tecnológico tanto nacional como extranjero para explicarlos.

---

# *Concentraciones empresariales e información contable sobre grupos de empresas*

16

La globalización económica obliga a las empresas a la racionalización de sus estructuras, intensificando las operaciones de concentración. Por ello, la descripción de la actividad desarrollada por las empresas involucradas en este tipo de procesos requiere un tratamiento específico. En este artículo se describe el enfoque contable con que se abordan las combinaciones de negocios, en general, y los grupos de empresas, en particular. En relación a estos últimos, se detalla el nuevo marco normativo que les resulta de aplicación en España tras el proceso de armonización contable derivado de la adaptación de la legislación mercantil a la normativa contable internacional adoptada por la Unión Europea.

*Globalizazio ekonomikoa dela-eta, enpresek beren egiturak arrazionalizatu egin behar izan dituzte, eta kontzentrazio-eragiketak ugaritu. Horregatik, halako prozesuetan murgilduta dabilen enpresen jardura deskribatzeko, tratamendu berezia erabili behar da. Artikulu honetan deskribatzen da zer nolako kontabilitate-ikuspegia erabiltzen den bai negozio-konbinazioak, orokorrean, eta bai enpresa-taldeak, zehazki, aztertzeko. Enpresa-taldeei buruz, hain justu, deskribatzen da gaur egun zein den Espainian aplikatu beharreko arau-esparrua, kontuan hartuta kontabilitate-harmonizazioko prozesua gauzatu dela Estatuan, merkataritza-legedia egokitu egin behar izan delako Europar Bataunak xedatutako nazioarteko kontabilitate-araudi berrira.*

The economic globalization is making companies rationalize their structures, intensifying their concentrating operations. Therefore, the description of the activity developed by the companies involved in these kinds of processes requires a specific treatment. This paper describes the accountancy approach that companies use to tackle their business combinations, in general, and the group of companies, more precisely. In relation with the later, the paper details the new regulatory framework applicable in Spain after the accountancy harmonization process derived from the adjustment of the commercial legislation in the international accountancy regulation adopted by the European Union.



## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Globalización económica y respuestas organizativas de las empresas
  3. Las operaciones de concentración como objeto de estudio de la contabilidad
  4. Reflexión final
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: grupos de empresas, indicadores de globalización, cuentas consolidadas.

Keywords: groups of enterprises, globalization indicators, consolidated accounts.

N.º de clasificación JEL: F23, G34, M41.

### 1. INTRODUCCIÓN

La información demandada sobre las concentraciones empresariales en general y sobre los grupos de empresas en particular ha aumentado paralelamente a su crecimiento cuantitativo en los últimos veinte años. Actualmente, los grupos de empresas constituyen unidades económicas sobre las que existe un gran interés informativo, centrando las discusiones y debates que se llevan a cabo con el objeto de adaptar los sistemas informativos de reflejo de la realidad económica y, en particular, del sistema contable.

En el epígrafe que sigue se describen las respuestas organizativas de las empresas ante el fenómeno de la globalización económica, sistematizando estas relaciones en dos niveles de integración empresarial: la cooperación y la concentración. El tercer epígrafe describe el tratamiento contable de las operaciones de concentración, con es-

pecial atención a las combinaciones de negocios y los grupos de empresas. Finalmente, en el último apartado se ofrecen algunas reflexiones en relación al proceso descrito en los epígrafes precedentes del trabajo.

### 2. GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA Y RESPUESTAS ORGANIZATIVAS DE LAS EMPRESAS

Los cambios producidos en el entorno económico a partir de la segunda mitad de los años setenta del siglo XX han producido una notable evolución de la economía mundial. El desarrollo de las comunicaciones internacionales, de las tecnologías de la información y la liberalización creciente de los intercambios económicos y financieros han supuesto una creciente globalización de los mercados, que ha desembocado en modificaciones importantes en la dimensión de las empresas, para lograr una rápida y adecuada adaptación.

Entre el tamaño de las empresas y el del mercado en el que desarrollan su actividad existe naturalmente una cierta correlación, aunque con una cierta flexibilidad dentro de unos límites muy amplios, que permite la coexistencia de grandes, medianas y pequeñas empresas.

La creación de mercados más amplios o, más en concreto, la caída de las barreras que compartimentan los mercados ponen en tela de juicio la idoneidad de las empresas actuantes para ser eficaces y competitivas en las nuevas circunstancias. El fenómeno ha sido particularmente visible en el establecimiento de un Mercado Único Europeo. En este sentido, Yagüe Guillén (1998) considera que el principal factor de promoción del aumento producido en la adopción de estrategias de crecimiento externo por parte de las empresas europeas ha sido la creación del Mercado Único. Otros trabajos como el de Head y Mayer (2002) también observan que en el periodo 1978-1995 se produce una reducción del «efecto frontera» de los flujos comerciales en el interior de la UE en relación a Japón y los EE.UU.

Asimismo, numerosas compañías han comenzado a operar a nivel mundial bajo la óptica de un mercado global. En cualquier caso, no se trata de un fenómeno reciente sino que más bien constituye uno de los aspectos de una transformación de la economía a nivel mundial, propiciada por variadas razones, entre las que se pueden mencionar:

- Las nuevas estrategias de implantación: los mercados han cambiado y se han abierto considerablemente; al mismo tiempo, han ido apareciendo nuevas actividades transversales (como por ejemplo, la logística) que son indiferentes a la localización. Esta

internacionalización de la economía ha obligado a las empresas a modificar sus estrategias de implantación, optimizando las deslocalizaciones por razones de índole fiscal o de coste de la mano de obra.

- Los nuevos procesos de decisión: las relaciones entre los directivos de las empresas y los accionistas también se han visto modificadas en los últimos años, de forma que éstos últimos han incrementado su influencia en las decisiones a tomar de los gestores. Los accionistas cada vez más imponen criterios de rentabilidad, que pueden llevar a los gestores de las sociedades a desarrollar políticas activas de reducción de costes y de concentración en las actividades más fructíferas.
- Las nuevas tecnologías de comunicación que posibilitan nuevas organizaciones: todos estos cambios han resultado favorecidos por la considerable evolución de los sistemas de información que, de entrada, han permitido reducir los costes de transferencia de información. Sin embargo, su efecto va mucho más allá ya que han permitido la existencia de redes de comunicación sin limitación geográfica que facilita el trabajo en común, lo que, en definitiva, ha logrado que se puedan plantear sistemas de organización del trabajo mucho más flexibles y adaptables.

También en este contexto, la naturaleza misma de las transacciones se ha modificado con el rápido desarrollo del comercio electrónico.

Por todo ello, la economía mundial está hoy más integrada de lo que lo ha estado

nunca, de forma que para las empresas y, en particular, para los grupos de empresas multinacionales, se han desarrollado indicadores de mundialización fundados sobre la dicotomía nacional/extranjero que, no obstante, no reflejan toda la complejidad de los modos de internacionalización de las sociedades.

El concepto «grado de mundialización» fue introducido por primera vez en 1995 por la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD) y calculado para los cien mayores grupos de empresas mundiales. Este indicador se calculó como media aritmética de tres elementos: la parte de activos situados en el extranjero, la parte de empleos implantados en el extranjero y la parte de cifra de negocios realizada en el extranjero.

Posteriormente, diversos trabajos han propuesto otro tipo de índices. Entre ellos, Benaroya y Bourcieu (2003) elaboran diversos índices de concentración basándose en el

conjunto de los 750 mayores grupos de empresas mundiales en el año 1998, para tratar de cuantificar su grado de mundialización.

Uno de ellos se basa en la ponderación de los países por el producto interior bruto (PIB), tal y como se muestra a continuación:

$$\sum_{j=1}^n \left( \frac{X_{i,j}}{X_i} - \frac{PIB_j}{PIB} \right)^2$$

donde  $PIB_j$  es el PIB del país  $j$ ;  $PIB$  es el PIB mundial;  $X_{i,j}$  son los trabajadores del grupo  $i$  en el país  $j$ ;  $X_i$  son los trabajadores totales del grupo  $i$ .

De esta forma, y tomando como base de datos la elaborada por Dun & Bradstreet, los distintos países se clasifican en función del grado de mundialización media de los grupos originarios de dichos países (cuadro n.º 1)

Esta realidad ocasiona un desfase entre el tamaño de las empresas y las dimensio-

Cuadro n.º 1

**Clasificación de las economías según la mundialización media de los grupos**

País de origen del grupo	Grado de mundialización (%)
Suecia	91
Países Bajos	76
EE. UU.	62
Suiza	59
Japón	55
Bélgica	54
Francia	47
Gran Bretaña	44
Alemania	42
Italia	37
España	34

Fuente: Benaroya y Bourcieu (2003).

nes, mucho mayores, del mercado en el que han de competir, que tiende a ser corregido mediante la obtención de unas empresas de mayor dimensión.

Ahora bien, la obtención de una mayor dimensión es una finalidad que se puede alcanzar empleando una pluralidad de técnicas o mecanismos. El mecanismo más sencillo y evidente es incrementar la capitalización de la empresa en cuestión, es decir, que el empresario invierta para aumentar el tamaño de su empresa. Este crecimiento «desde dentro» utiliza los recursos generados en el seno de la entidad o aportados por los socios.

Una segunda forma supone incrementar el tamaño de la empresa mediante la anexión de otras empresas en funcionamiento. Se trata, por tanto, de pasar de una pluralidad de pequeñas organizaciones empresariales a una unidad mayor, en la que las preexistentes aúnan esfuerzos y se benefician de economías de escala.

El modo concreto de llevar a cabo esta segunda vía también puede tomar distintas formas:

- procesos de fusión,
- toma directa de participaciones accionariales,
- existencia de convenios o agrupaciones contractuales,
- control de la producción de empresas subcontratadas,
- interconexiones financieras derivadas de la existencia o concesión de créditos y débitos recíprocos,
- cruce de participaciones accionariales de distintas formas indirectas o
- consejeros comunes.

A fin de sistematizar todas estas relaciones, se suelen distinguir dos niveles de integración empresarial:

- la cooperación entre empresas y
- la concentración en sentido estricto.

## 2.1. Cooperación

El reto de adaptación a un nuevo entorno que las empresas han de afrontar en todos los ámbitos de su actividad, no puede ser asumido generalmente de forma individual, lo que muchas veces se traduce en alianzas entre empresas para reaccionar de forma rápida ante los cambios.

La globalización de la demanda y de la competencia y los obstáculos derivados de decisiones políticas locales animan a las empresas a buscar la cooperación de los socios locales, que disponen de la experiencia y los contactos necesarios para adecuarse a las características de cada mercado.

Por todo ello, la cooperación se ha hecho cada vez más necesaria, tanto a escala local como internacional.

La cooperación supone una integración limitada cuyas características generales son:

- Las empresas que participan en el proyecto subsisten plenamente, conservando su personalidad jurídica y una parte sustancial de su actividad separada.
- La integración afecta tan sólo a uno o varios aspectos concretos de la actividad de las empresas que cooperan, no a la totalidad de las mismas.
- Se definen unos objetivos comunes, un reparto de tareas y las contribuciones a realizar por cada empresa.

Entre las formas de cooperación existentes, las *joint ventures* son una de las más intensivas debido a que implican, entre otras características, la cesión de capital, la participación en la dirección y, habitualmente, la transferencia de tecnología entre las empresas participantes.

## 2.2. Concentración

La concentración es un proceso más intenso de integración, en el que se ven afectados sustancialmente el propio contenido patrimonial y económico o la estructura de participaciones sociales de una o de todas las empresas participantes, llegando incluso, en algunas modalidades, a disolverse la personalidad de tales empresas en la persona jurídica resultante del proceso de concentración (el caso típico es la fusión). No obstante, hay modalidades que aparecen como figuras intermedias, es decir, que bien pueden ser consideradas como cooperación o como concentración, indistintamente<sup>1</sup>.

La concentración de empresas constituye una realidad económica cuya noción se ha concretado atendiendo generalmente a dos criterios:

1. los instrumentos jurídicos que pueden emplear las empresas para llevar a cabo una integración económica: fusión, adquisición o intercambio de acciones, adquisición de activos, etc., y
2. los efectos económicos propios de la concentración de empresas, es decir, el control sobre otra empresa.

<sup>1</sup> Este es el caso de las uniones temporales de empresas (UTE) que para algunos autores constituyen un tipo de concentración de empresas (Farreras Noguer, 2001) y para otros se engloban dentro de los acuerdos de cooperación (García de las Hijas, 1999).

En este sentido, se puede decir que la evolución de las distintas definiciones del concepto de concentración de empresas que se han sucedido en el tiempo ha tendido hacia una noción de concentración ligada a los efectos que ésta produce. Si bien esto permite un mayor margen para la apreciación de la existencia o no de una operación de concentración, asimismo, implica una disminución de la certeza jurídica sobre el resultado de la calificación.

La elección de una estructura de concentración u otra depende básicamente de:

- los objetivos que se persigan con la unión,
- las circunstancias particulares que rodean a cada empresa y
- las condiciones del entorno en el que se desenvuelva la empresa.

Sin embargo, la elección del procedimiento para su consecución se ve también condicionada por factores tales como (Mascareñas, 1996):

- la rapidez con que se lleve a cabo el proceso,
- las ventajas o costes fiscales y
- las restricciones legales.

Para este autor, las distintas formas de llevar a cabo las uniones entre empresas se pueden clasificar en dos grandes categorías: concentraciones *de iure* y concentraciones *de facto*.

Dentro de las concentraciones *de iure* se engloban aquellas en que la entidad resultante de la concentración tiene una personalidad jurídica única y distinta, desde un punto de vista patrimonial, de la de las empresas que la han formado. El ejemplo más habitual es la fusión. Contablemente, una

vez alcanzada la unión, aparece un nuevo sujeto contable cuya identificación no plantea ninguna duda y cuyos registros no difieren de los de cualquier otra empresa por el hecho de haber experimentado un proceso de concentración.

Por otra parte, en las concentraciones *de facto* se incluyen las operaciones de compra de partes de empresa, así como la toma de control mediante la adquisición de paquetes significativos de acciones.

La importancia cuantitativa de este tipo de operaciones queda reflejada en los datos ofrecidos por el Banco de España en su Informe Anual correspondiente al ejercicio 2006 (Banco de España, 2006). En este año, las operaciones de adquisición de paquetes accionariales por parte de las empresas no financieras españolas mostraron un notable dinamismo, aproximándose el volumen de estas transacciones a los 95.000 millones de euros, frente a los 12.000 y 28.000 millones de euros registrados en 2004 y 2005, respectivamente. Otro rasgo destacable en relación a este tipo de operaciones es la importancia de las participaciones en compañías extranjeras, cuyo importe alcanzó en 2006 alrededor de la mitad del total de las adquisiciones. Además, una porción relevante de estas operaciones se produjo en actividades distintas a la de la compañía adquirente.

Según datos facilitados en el citado Informe Anual 2006, las operaciones de adquisición de activos financieros, que consistieron fundamentalmente en compras de acciones y otras participaciones ligadas a la toma de control de sociedades residentes y no residentes, supuso el 23% del PIB (6 puntos porcentuales por encima del dato de 2005).

Estas cifras ponen de manifiesto la importancia económica que las adquisiciones

de acciones con finalidad de control han alcanzado en España.

La toma de control de una empresa en otra constituye una operación sustancialmente diferente a la fusión, puesto que en el primer caso tanto la sociedad participada como la participante continúan manteniendo su personalidad jurídica independiente. Se produce una concentración de empresas, pero conservando cada una de ellas su independencia como persona jurídica. El grupo de empresas que surge en estas situaciones permite combinar las ventajas de una estructura flexible (el grupo engloba un conjunto de unidades jurídicamente independientes), con las derivadas de centralizar algunas funciones importantes.

Esta peculiaridad ha derivado en la necesidad de informar adecuadamente acerca del conjunto formado por estas empresas. Ahora bien, la información demandada sobre las concentraciones empresariales en general y sobre los grupos de empresas, en particular, varía en función de la disciplina desde la que se aborde su estudio.

A continuación estudiaremos la orientación con la que la normativa contable vigente aborda la problemática de las operaciones de concentración, diferenciando entre las combinaciones de negocios y los grupos de empresas.

### **3. LAS OPERACIONES DE CONCENTRACIÓN COMO OBJETO DE ESTUDIO DE LA CONTABILIDAD**

#### **3.1. Combinaciones de negocios**

El tratamiento contable de las combinaciones de empresas ha suscitado tradicionalmente gran controversia. En España, por ejemplo, hasta la aprobación del Nuevo

Plan General de Contabilidad (NPGC)<sup>2</sup> no existía regulación contable de aplicación obligatoria sobre las combinaciones de negocios. El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) elaboró en 1993 un borrador de normas de contabilidad aplicables a las fusiones y escisiones que, finalmente, no llegó a ser aprobado.

El proceso internacional de armonización contable en el que nos hallamos inmersos ha propiciado un cierto consenso en cuanto al tratamiento a dar a este tipo de operaciones. El *International Accounting Standards Board* (IASB) abordó la regulación contable sobre combinaciones de negocios a través de la Norma Internacional de Información Financiera 3 (NIIF 3)<sup>3</sup>. De acuerdo con ella, para que una reestructuración empresarial pueda considerarse una combinación de negocios, una entidad debe obtener el control de uno o más negocios, entendiendo por control «el poder de dirigir las políticas financieras y operativas de otra entidad, con el objeto de obtener beneficios de sus actividades» (IASB, 2008 (a)).

En particular, se entiende que una entidad ha adquirido el control de otra cuando se cumple alguna de las siguientes circunstancias (IASB, 2008 (b)):

- posee, directa o indirectamente el poder sobre más de la mitad de los derechos de voto de esa otra entidad, salvo que, excepcionalmente, pueda demostrar que dicha participación no otorga el control;

- no posee más de la mitad del poder de voto de esa otra entidad, pero como consecuencia de la combinación dispone:

- de poder sobre más de la mitad de los derechos de voto, en virtud de un acuerdo con otros inversores;
- del poder para dirigir las políticas financieras y de explotación de la entidad, por algún tipo de acuerdo;
- del poder para nombrar o revocar a la mayoría de los miembros del consejo de administración u órgano de gobierno equivalente, o
- del poder para emitir la mayoría de los votos en las reuniones del consejo de administración u órgano de gobierno equivalente.

Los derechos de voto computables a los efectos anteriores son tanto los derechos de voto directos, e indirectos que se posean a través de sociedades filiales<sup>4</sup>, como los derechos de voto potenciales. En este segundo caso, se computan aquellos derechos de voto provenientes de opciones sobre acciones, obligaciones convertibles, *warrants* sobre acciones, etc, siempre que sean ejercitables o convertibles en la fecha del análisis.

Cumplidas las circunstancias anteriores, la contabilización de la combinación debe efectuarse según el método de adquisición (compra), lo que implica la aplicación de una serie de criterios relativos a:

- a) La identificación de la empresa adquirente.

<sup>2</sup> El NPGC (Real Decreto 1514/2007) fue aprobado el 16 de noviembre de 2007.

<sup>3</sup> En enero de 2008, el IASB publicó una versión revisada de la NIIF 3. Combinaciones de negocios, así como algunas enmiendas a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 27. Estados financieros consolidados y separados, que todavía, a la fecha de publicación de este trabajo, no ha sido aceptada por la UE, aunque previsiblemente lo será en plazo breve.

<sup>4</sup> Los derechos de voto poseídos a través de entidades asociadas y multigrupo no deben considerarse para determinar si la adquirente posee el control de la adquirida, ya que no confieren a la adquirente el poder de decisión sobre las políticas de decisión de dichas asociadas o multigrupo.

- b) La determinación de la fecha de adquisición.
- c) El reconocimiento y valoración de los activos identificables adquiridos, de los pasivos asumidos, así como de los intereses minoritarios, o no, en los patrimonios ajenos a la entidad controlante.
- d) El reconocimiento y valoración del fondo de comercio o del beneficio surgido en la adquisición.

La valoración de los activos adquiridos y pasivos asumidos de la entidad adquirida se efectúa por su valor razonable, de manera que comparado éste con el coste de la combinación, se determinará el valor del fondo de comercio de la empresa adquirida (realmente de la parte del fondo de comercio que corresponde al porcentaje de adquisición). Este valor, tras el reconocimiento inicial, se mantendrá, salvo que se produzca un quebranto.

Para comprobar este último extremo, al menos una vez al año se comprobará si existe deterioro, en cuyo caso, se reconocerán de forma inmediata en el resultado del ejercicio las pérdidas que le sean imputables. Si, excepcionalmente, por el contrario, se pone de manifiesto un exceso del valor razonable de la adquirida sobre el coste de la combinación, se reconoce un resultado positivo en la cuenta de pérdidas y ganancias.

En cualquier caso, el concepto de combinación de negocios incluye diversas operaciones de concentración económica entre las que cabe citar:

- Fusiones y escisiones de empresas.
- Adquisiciones de todos los elementos patrimoniales de una empresa, o de una parte que constituya uno o más negocios.

- Adquisición de acciones o participaciones en el capital de otras sociedades.
- Otras operaciones o sucesos por las que se adquiere el control de otra entidad sin realizar una inversión.

Desde el punto de vista de la información contable, las dos primeras clases afectan únicamente a las cuentas individuales de la entidad adquirente, mientras que las dos segundas afectan tanto a las cuentas individuales como a las consolidadas, puesto que dan lugar a la aparición de los grupos empresariales, cuya «explicación» contable sólo tiene una respuesta adecuada en las llamadas cuentas consolidadas.

De estas formas de combinaciones empresariales son de las que nos vamos a ocupar a continuación.

### 3.2. Grupo de empresas

#### *Concepto de grupo*

En la definición de grupo de empresas desde un punto de vista normativo, la tendencia tradicional había sido la de determinar los casos en los que existía obligación de formular cuentas consolidadas del grupo, delimitado según criterios puramente formales; sin embargo, se hacía necesario ofrecer una definición de grupo que facilitara su reconocimiento y evitara las dudas e incertidumbres planteadas, tanto por la inexistencia misma de una definición, como por la ambigüedad con la que figuraba en algunas normativas.

En este sentido, la normativa española ha experimentado una evolución importante que ha llevado de la utilización de unos criterios basados en aspectos puramente formales, a una regulación basada en aspectos sustantivos, donde se prioriza el fondo económico



del vínculo intersocietario frente a la forma jurídica utilizada en éste; evolución que está en consonancia con la evolución de la propia normativa contable internacional.

Para el IASB, un grupo de sociedades «es el conjunto formado por una dominante y todas sus dependientes» (IASB, 2008 (b)), considerando que una dominante es una entidad que tiene el poder de dirigir las políticas financiera y de explotación de otra entidad (dependiente) con el fin de obtener beneficios de sus actividades.

La adaptación del ordenamiento contable español en materia de grupos de empresas ha seguido la normativa emanada del IASB, por lo que la Ley 16/2007<sup>5</sup>, modifica la redacción del artículo 42 del Código de Comercio (CC) y reconoce que «existe grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras».

Como complemento a la definición en la que se establece que lo sustancial es la existencia de control y no la forma en que éste se obtiene, el CC recoge una serie de indicios que presumen la existencia de control:

- a) poseer la mayoría de los derechos de voto;
- b) tener la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración;
- c) disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto ó
- d) haber designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano

<sup>5</sup> Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la UE.

de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. En particular, se presume esta circunstancia cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por ésta.

### *Información contable sobre grupos de empresas*

Las cuentas anuales consolidadas elaboradas por los grupos de empresas constituyen el principal instrumento contable para comunicar la información acerca de la situación patrimonial y de resultados de estas unidades. En ellas se incluyen todos los recursos económicos y financieros gestionados por la sociedad dominante, independientemente de su ubicación en las empresas dependientes e independientemente del porcentaje de participación que la sociedad dominante posea en dichas dependientes. El objetivo es que los estados financieros de esta realidad económica recojan todos los recursos del negocio, cualquiera que sea la forma de organizar éste.

Este método se conoce como «integración global» y su utilización se justifica por la existencia de control sobre las empresas vinculadas.

Las cuentas consolidadas permiten, por consiguiente, obtener información acerca de políticas estratégicas de grupo, resultados y solvencia financiera, facilitando que las mediciones a nivel consolidado e individual puedan ser comparadas.

Estudiando las diferencias, se puede obtener tanto información relativa a la estrategia de grupo como a las sinergias positivas desarrolladas en las diversas filiales gracias a su pertenencia al grupo.

Por otra parte, la eliminación de las transacciones recíprocas permite la medición del beneficio y la estructura económico-financiera global.

Generalmente, las políticas de negocios adoptadas a nivel de grupo afectan a todas las empresas miembros, aunque la ejecución es tarea única para cada una de ellas. El esfuerzo investigador real o el crecimiento potencial, por ejemplo, únicamente pueden ser estudiados desde un punto de vista conjunto utilizando cuentas consolidadas.

Las cuentas consolidadas constituyen, en definitiva, la principal herramienta contable disponible para el reconocimiento de los grupos de empresas.

Llegados a este punto conviene hacer una aclaración para precisar el concepto de «cuentas consolidadas». En ocasiones, las empresas establecen vínculos con otras que sin llegar a otorgarles el control, resultan lo suficientemente relevantes como para informar sobre ellos de forma particular.

Aparece así el concepto de «perímetro de consolidación» que incluye, por un lado a las empresas del grupo y, por otro a las denominadas empresas asociadas y multigrupo.

Empresas asociadas son aquellas sobre las que se ejerce una influencia significativa, pero no son ni una empresa dependiente ni un negocio conjunto; en este contexto, la influencia significativa representa el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de explotación de la empresa participada, sin llegar a tener el control sobre la misma (IASB, 2000 (a)). En esta situación se

utiliza un método de consolidación, conocido como «puesta en equivalencia», mediante el cual se trata de recoger en las cuentas consolidadas el efecto en los resultados y el patrimonio del grupo por la parte porcentual en los resultados obtenidos por estas empresas, en las que se tiene una cierta influencia. No resulta aplicable la integración global puesto que no se tiene el control de los recursos, pero sí permite medir mejor los resultados obtenidos, más allá de los reflejados en las cuentas de la sociedad dominante, consecuencia de los dividendos repartidos.

Por otra parte, las empresas multigrupo son una forma de negocio conjunto que se organiza en forma de sociedad con personalidad jurídica. Un negocio conjunto es un acuerdo contractual en virtud del cual dos o más partícipes emprenden una actividad económica que se somete a control conjunto (IASB, 2000 (b)). Por tanto, no se tiene el control (no puede aplicarse el método de integración global) si bien se tiene capacidad de decidir, pero en forma compartida. Bajo estos parámetros, la forma de reflejar el efecto en el patrimonio del grupo es mediante el método de puesta en equivalencia (igual que en el caso de las sociedades asociadas) o bien mediante la integración proporcional, lo que supone agregar los activos, pasivos, gastos e ingresos por el porcentaje correspondiente a la participación mantenida en la sociedad multigrupo.

Así pues, las cuentas consolidadas son el resultado de aplicar los diferentes métodos de consolidación antes comentados a las diferentes sociedades en las que la sociedad dominante posee algún tipo de influencia: total (empresas del grupo), compartida (empresas multigrupo) o significativa (empresas asociadas). Se configura así lo que denominábamos «perímetro de consolidación» tal como se recoge en el cuadro n.º 2.

Cuadro n.º 2

**Perímetro de consolidación**

Componentes	Método de consolidación aplicable
Empresas del grupo	Integración global
Empresas multigrupo	Integración proporcional/Puesta en equivalencia
Empresas asociadas	Puesta en equivalencia

Fuente: Elaboración propia.

***Las cuentas consolidadas como base para el cálculo del número de grupos***

Delimitado el grupo de empresas a efectos contables, las cuentas consolidadas tienen como finalidad la elaboración de información financiera que se presente al grupo de empresas como una única entidad económica. Por tanto, estas cuentas pueden servir de indicador del número de grupos existente en un área económica determinada, si bien con alguna matización.

Por un lado, el número de cuentas consolidadas publicado muestra sólo aquellos grupos obligados a publicar cuentas consolidadas y aquellos otros casos, menos frecuentes, en que voluntariamente cualquier empresario (persona física o jurídica) formule y publique cuentas consolidadas (gráfico n.º 1).

Por otro lado, hay que considerar que todas las normativas prevén exenciones a la obligación de consolidar que, en principio, disminuyen el número de grupos que puede ser detectado por esta vía.

En el caso de la legislación española, el artículo 43 del Código de Comercio, en redacción dada por la Ley 16/2007, considera dos situaciones en las que las so-

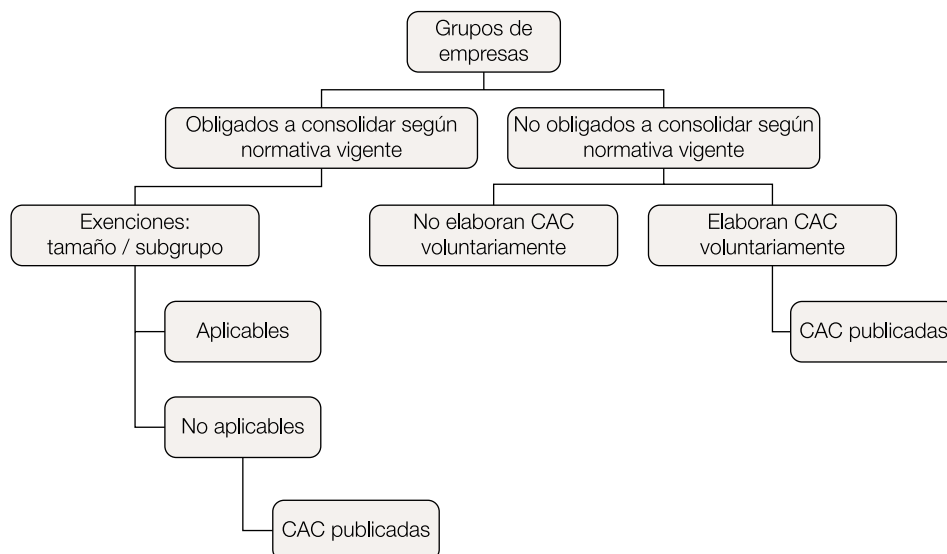
ciedades no están obligadas a efectuar consolidación:

- a) «cuando en la fecha de cierre del ejercicio de la sociedad obligada a consolidar el conjunto de las sociedades no sobrepase, en sus últimas cuentas anuales, dos de los límites señalados en la Ley de Sociedades Anónimas para la formulación de la cuenta de pérdidas y ganancias abreviada, salvo que alguna de las sociedades del grupo haya emitido valores admitidos a negociación en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea» y
- b) «cuando la sociedad obligada a consolidar sometida a la legislación española sea al mismo tiempo dependiente de otra que se rija por dicha legislación o por la de otro Estado miembro de la UE, si ésta última posee el 50% o más de las participaciones sociales de aquéllas y, los accionistas o socios que posean, al menos, el 10% no hayan solicitado la formulación de cuentas consolidadas seis meses antes del cierre del ejercicio»<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> En todo caso, es preciso que cumplan otros requisitos relacionados con incluir las cuentas en un grupo

Gráfico n.º 1

### Procedencia de las cuentas anuales consolidadas publicadas



Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, la información acerca de la pertenencia a un grupo que podría perderse al resultar aplicables las exenciones a la obligación de consolidar, sí deberá figurar en la memoria de las cuentas individuales ya que, de acuerdo con la nueva redacción del art. 200 del texto refundido de la ley de sociedades anónimas<sup>7</sup>, se debe indicar «el grupo al que, en su caso, pertenezca la sociedad y el Registro Mercantil donde están depositadas las cuentas anuales consolidadas».

Por otra parte, la aparición de vínculos de naturaleza personal derivados de cruces

mayor, que se indique la exención en las cuentas individuales, que las cuentas consolidadas se depositen en el Registro Mercantil de la sociedad dispensada y que ésta última no haya emitido valores admitidos a negociación en un mercado secundario de la UE.

<sup>7</sup> Ley 16/2007, de 4 de julio, apartado 10.

accionariales entre dos o más empresas o la existencia de consejeros comunes (la mitad o más), pueden desembocar en la creación de una única entidad económica, por coordinación entre las empresas implicadas, y dar lugar a la existencia de grupos horizontales o de coordinación. Se englobarían por ejemplo aquí distintas entidades legales que no están asociadas a través de una compañía, sino a través de una persona que actúa como una compañía *holding* «virtual».

A este respecto, la normativa española se vio sustancialmente modificada por la Ley 62/2003<sup>8</sup> (art. 106. Dos) que modifi-

<sup>8</sup> Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

có la redacción del art. 42 del CC, haciendo referencia al concepto de unidad de decisión como determinante de la obligación de consolidar. Esta modificación, que suponía la inclusión de los grupos horizontales a efectos de formulación de cuentas consolidadas, ocasionó serias dudas tanto en su aplicación como en su coherencia con el planteamiento contenido en las Normas Internacionales de Contabilidad.

Finalmente, este concepto amplio de grupo ha permanecido poco tiempo en la legislación mercantil española ya que en la Ley 16/2007 (que modifica de nuevo la redacción del art. 42 del CC) no se hace referencia a la unidad de decisión para la delimitación del grupo a efectos de consolidación.

A pesar de ello, el legislador es consciente de que la información acerca de la existencia de los grupos de coordinación, así como de sus principales datos contables es útil a los usuarios de los estados financieros<sup>9</sup>. Por ello, aunque no obliga a la consolidación de cuentas, sí opta por exigir a la sociedad de mayor activo del conjunto de sociedades domiciliadas en España que estén sometidas a una misma unidad de decisión<sup>10</sup> (art. 200 del Texto refundido de la ley de sociedades anónimas, en redacción dada por la Ley 16/2007):

— que incluya una descripción de estas sociedades y

<sup>9</sup> En el 31% de las sociedades cotizadas en 2004 alguna persona física o jurídica poseía la mayoría del capital o ejercía el control. Igualmente se constataba la existencia de importantes cruces accionariales entre las sociedades cotizadas (García Suárez, 2006).

<sup>10</sup> Los motivos que se citan como presunciones de la existencia de esa unidad de decisión son:

- control por personas físicas o jurídicas no obligadas a consolidar o
- existencia de acuerdos o cláusulas estatutarias que impliquen dirección única.

— que informe acerca del importe agregado de los activos, pasivos, patrimonio neto, cifra de negocios y resultado del conjunto de sociedades

Además, el resto de sociedades sometidas a una unidad de decisión también deben indicar en la memoria la unidad a la que pertenecen y el Registro Mercantil en que se hallan depositadas las cuentas anuales de la sociedad de mayor activo del conjunto.

Todas estas medidas permiten un mejor conocimiento de las relaciones interempresariales en aquellos casos en que la legislación no obliga a la consolidación de cuentas.

Dentro de la UE, los datos publicados acerca de la evolución en el número de grupos muestran una tendencia al crecimiento, tanto por la existencia de un número creciente de pequeños grupos como por el aumento del número de filiales de los grandes grupos (Chabanas, 2002). No obstante, la complejidad de este fenómeno y de su medición se pone de manifiesto si se analizan los datos por sectores de actividad, ya que la mayor concentración en algunos sectores puede llevar a obtener resultados opuestos, mostrando un menor número de grupos que hace diez o veinte años (en estos casos se trata generalmente de grupos de gran tamaño, diversificados e internacionalizados que han estado sometidos a procesos de reorganización de sus estructuras internas).

En cualquier caso, considerando datos globales, resulta evidente que las grandes unidades económicas están cada vez más dispersas, adquiriendo un carácter transfronterizo, lo que conlleva una mayor dificultad para su adecuado conocimiento y registro.

#### 4. REFLEXIÓN FINAL

La aparición de los grupos de empresas no es desde luego un fenómeno reciente, pero sí lo suficientemente trascendente como para que en los últimos años haya sido objeto de preocupación y análisis desde diversos campos de estudio.

La búsqueda de sinergias, del tamaño óptimo en función del mercado al que se orientan, la diversificación de productos, etc., ha llevado a las empresas a organizarse bajo estrategias de grupo, resultando cada vez más complicado describir las actividades que realizan.

Frente a la multiplicación y el incremento de la complejidad de los grupos, los observadores de las actividades económicas y financieras deben disponer de información suficiente para describir y analizar este tipo de organizaciones.

Así, la persistencia y extensión del fenómeno ha hecho que, desde el punto de vista de la economía general, se detectara la necesidad de contar con datos fiables que

permitieran conocer más y mejor este tipo de unidades.

Igualmente, es conocido el interés que desde el punto de vista contable han suscitado los grupos de empresas. En el proceso de adecuación de la normativa de referencia, la reforma del ordenamiento contable en el ámbito de la UE ha redefinido: el tratamiento contable aplicable a las combinaciones de negocios en general; la definición de grupo de empresas obligado a presentar cuentas consolidadas; así como los criterios contables en base a los que elaborar dichas cuentas del grupo.

Todo ello redundará en una mayor armonización de los procedimientos y, en consecuencia, de los datos disponibles acerca de los grupos, lo que permitirá a los usuarios, en general, y a los contables y analistas financieros, en particular, conocer y comparar mejor la situación de los grupos. En este contexto, las cuentas consolidadas se convierten en el referente óptimo para el análisis de la situación de los grupos de empresas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DE ESPAÑA (2006): *Informe anual*. Disponible en <http://www.bde.es>
- BENAROYA, F. Y BOURCIEU, E. (2003): «Mondialisation de grands groupes: de nouveaux indicateurs». *Économie et statistique*, 363, 364 y 365 : 145-160.
- CHABANAS, N. (2002): «Les entreprises françaises des groupes vues à travers les enquêtes «liaisons financières» de 1980 à 1999» *Document de Travail de l'INSEE, E2002/04*.
- FARRERAS NOGUER, M.A. (2001): «Aplicación de la consolidación contable en las uniones temporales de empresas». *II Jornada de Trabajo sobre Consolidación Contable*, ASEPUC, Girona.
- GARCIA DE LAS HIJAS, J. (1999): «Concentraciones empresariales: contabilidad según la doctrina del ICAC». *Partida Doble*, 98: 36-45.
- GARCIA SUAREZ, P. (2006): «El gobierno corporativo de entidades emisoras de valores cotizados en mercados oficiales. Un resumen del informe anual del ejercicio 2004». *Revista de Estabilidad Financiera*, 10, mayo: 129-148.
- HEAD, K. Y MAYER, T. (2002): «Effet frontière, intégration économique et <Forteresse Europe>». *Économie et prévision*, 152-153: 71-92.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB) (2000 (a)): *IFRS 28. Investments in Associates*. London
- 2000 (b): *IFRS 31. Interests in Joint ventures*. London
- 2008 (a): *IFRS 3. Business Combinations*. London
- 2008 (b): *IFRS 27. Consolidated and Separate Financial Statements*. London
- LEY 30/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.
- LEY 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.
- MASCAREÑAS PÉREZ IÑIGO, J. (1996): *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. McGraw-Hill, Madrid.
- REAL DECRETO 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para la elaboración de las cuentas anuales consolidadas.
- REAL DECRETO 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- YAGÜE GUILLEN, M. J. (1998): «La cooperación interempresarial: fusiones, concentraciones y alianzas estratégicas». *Economía Industrial*, 320: 65-75.

## *Grupos de coordinación y reforma contable. Evolución de la regulación nacional e internacional*

La reforma mercantil española impone el deber de presentar las cuentas anuales consolidadas a la sociedad dominante de grupo identificada por las relaciones de control. Este criterio es diferente al de dirección única que se empleaba hasta ahora y elimina el deber de consolidación de los grupos de coordinación. El trabajo presenta la evolución del marco regulatorio nacional e internacional tras las últimas novedades legislativas, que ha afectado a los grupos horizontales y se centra en las obligaciones que afectan a las empresas que los componen. Veremos que esta evolución mantiene una línea consistente. Básicamente se analiza el efecto del uso de los precios de transferencia en las operaciones vinculadas y el efecto de agregación de determinadas variables a la hora de completar la Memoria de la sociedad de mayor activo del grupo de coordinación.

*Espainiako merkataritza-erreformak agintzen duenez, urteko kontu bateratuak aurkeztera behartuta dago enpresa-taldeko sozietate nagusia, kontrol-erlazioen bidez identifikatutakoa, alegia. Irizpide hori ezberdina da, izan ere, orain arte erabiltzen zen zuzendaritza bakarraren aldean, eta koordinazio-taldeak bateratu beharra kendu egiten du. Lan honek arau-esparru nazional eta internazionalaren bilakaera aurkezten du, talde horizontalei eragin dieten lege-berritasunen ondoren izandako bilakaera, hain zuzen ere, eta talde horietako enpresa kideei eragiten dieten obligazioetan zentratzen da batez ere. Ikusten denez, bilakaera hori ez da beti berdina izan. Oinarri-oinarrian, barne eragiketetan transferentziazko prezioak erabiltzeak daukan eragina aztertzen da, bai eta koordinazio-taldetik aktibo handiena daukan sozietatearen memoria osatzeko zenbait aldagai sartu izanak zer eragin duen ere.*

The Spanish commercial reform imposes the duty to submit the consolidated annual accounts to the prevailing company of the group identified by control relationships. This criterion is different from the unique direction used so far and removes the duty of consolidation from the coordination groups. This paper reflects the development of the national and international regulatory framework after the last legislation innovations that have affected the horizontal groups and focuses on the duties that affect the companies inside such groups. We will see that this development does not keep a consistent line. Basically, the paper analyses the effect of the use of the transfer prices in the linked operations and the effect of aggregation of some variables when completing the memory of the company with higher assets of the coordination group.



## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Los grupos de coordinación y el deber de consolidación en la legislación española
  3. Razones que explican la supresión del deber de consolidación de los grupos de coordinación
  4. Obligaciones contables de los grupos de coordinación en la legislación vigente
  5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Reforma contable, grupos de empresas, grupos horizontales o de coordinación.

Key words: Accounting reform, business combinations, business under common control.

N.º de clasificación JEL: G34, L22.

### 1. INTRODUCCIÓN

El proceso de globalización se caracteriza por la existencia de una densa relación entre países como nunca antes se había producido en la historia. La internacionalización del comercio y la mundialización del mercado financiero provocan cambios culturales, sociales, políticos, económicos, a la vez que facilitan la mayor circulación de productos y servicios en todos los países.

Los estados y las empresas han tenido que adaptarse a los nuevos criterios de competencia y de cambio de dimensión de los mercados. Unos y otras han respondido tratando de modificar su propio tamaño: los

estados con fórmulas de acuerdo, colaboración o unión de intereses y las empresas con combinaciones de negocios, en su concepción más estricta, fusiones y absorciones, o en su versión financiera, con los grupos de empresas.

Los grupos de empresas o grupos de sociedades, que en la mayoría de las ocasiones están formados por sociedades mercantiles, surgen porque unas empresas toman una participación del capital de otras, con la intención de llegar a ejercer algún tipo de control sobre las participadas. Es una adquisición financiera del capital de otra sociedad con el objetivo de dominarla, expresada esta dominación en términos de control ejercido sobre los órganos de gobierno de la participada. Tal relación se

---

\* Una versión de este trabajo fue inicialmente presentado en el XII Encuentro de AECA.

asienta en dos supuestos o condiciones nominales:

1. La existencia de órganos de gobierno propios de cada empresa. La empresa participada mantiene sus órganos de dirección, pero éstos pasan a estar controlados por la entidad inversora.
2. La independencia de personalidad jurídica de las sociedades participadas. Así, mantienen los derechos y obligaciones recogidos en el ordenamiento jurídico. Entre otros, presentar la información financiera pública sobre la actividad realizada, mediante las cuentas anuales individuales.

El problema esencial es entender adecuadamente cuándo se producen situaciones de control. Parece indudable que sería el poder político (ejercido mediante los órganos de decisión) el eje a controlar para poder hablar de una sola unidad económica bajo una dirección única.

El control de los órganos de decisión es posible con independencia del porcentaje de participación del capital adquirido. Si hay presencia en el capital, es más fácil establecer presunciones de ejercer el control. Por eso, los grupos de empresas se han podido delimitar cuando previamente se ha identificado el vínculo del capital poseído.

Ahora bien, es posible el ejercicio del control político de otra entidad, sin tener presencia en el capital de la misma. Cuando eso se produce las sociedades actúan en coordinación y el grupo al que todas están vinculadas se le ha venido a llamar «grupo horizontal de empresas». Éste tipo de grupo no fundamenta la unidad económica por la relación directa de capital sino por otros fenómenos más difíciles de visualizar: contratos, normas estatutarias, pactos y alianzas

entre personas, etc. En estos casos existe, junto al problema básico de identificar a las empresas que actúan como una unidad económica, una dificultad adicional, identificar a la empresa o entidad que ejerce la dirección de ese conjunto de negocios.

Este trabajo analiza la evolución de la regulación del derecho de sociedades en España, en relación con estos grupos de empresas denominados horizontales o formados por empresas «hermanas».

## **2. LOS GRUPOS DE COORDINACIÓN Y EL DEBER DE CONSOLIDACIÓN EN LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA**

### **2.1. El Código de Comercio de 1989 y la Ley de Reforma del Mercado de Valores de 1998**

La incorporación de España a la Unión Europea (UE) en enero de 1986 (en aquel momento Comunidad Económica Europea o CEE) supuso la necesaria adecuación de la legislación mercantil al derecho de sociedades comunitario. La Séptima Directiva 83/349/CEE (vigente hasta su modificación en junio de 2003 por la Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo) regulaba el deber de los grupos de sociedades de presentar las cuentas anuales consolidadas.

En la Directiva existían dos concepciones de grupo de sociedades. Una de naturaleza anglosajona, que se fundamenta en el concepto de control y otra, de naturaleza centroeuropea, basada en el concepto de unidad de decisión.

La transposición de esta Directiva a la legislación interior del Estado se realiza de acuerdo con la peculiaridad existente entonces y que aún hoy continúa: la diversi-

dad de reguladores contables. La consecuencia es que se adopta una doble regulación:

- a) La Ley 19/1989, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, modifica el Código de Comercio e introduce la obligación de formular cuentas anuales consolidadas de la sociedad mercantil que siendo socio de otra, controle de hecho o de derecho, sus órganos de toma de decisiones. Se domina la junta general, bien porque se posee la mayoría de derechos de voto, consecuencia de la fracción de capital adquirido, o bien porque se obtenga dicha mayoría mediante acuerdos con otros socios. Se domina el órgano de administración cuando, de hecho o de derecho, se decide el nombramiento o destitución de la mayoría de sus miembros.

Como bien señala el profesor Tua (2006, pág. 115) el Código de Comercio establecía una definición formal del deber de consolidación sin apoyarse en ningún concepto de fondo (control o dirección única). Si la sociedad partícipe se encontraba en alguna de las circunstancias incluidas en la lista de condiciones o presupuestos taxativos debía proceder a formular las cuentas consolidadas del grupo.

Esa indeterminación del Código de Comercio, sobre la relación intrínseca que debía existir entre las empresas para identificar la existencia del grupo, no tuvo ninguna consecuencia práctica. El Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas, en su artículo 1, establecía que «El grupo de so-

ciedades ... está formado por la sociedad dominante y por una o varias sociedades dependientes»; siendo la sociedad dominante aquella que siendo socio de otra sociedad, mercantil o no, se encontraba en alguno de los presupuestos establecidos por el Código de Comercio en el artículo 42.

Control y dominio son sinónimos en español (ver Diccionario de la Real Academia Española), razón por la cual la identificación de los grupos de empresas, cuya sociedad dominante tenía el deber de formular las cuentas consolidadas, se ha basado en la obtención de indicios de vinculación que permitían concluir que una sociedad controla o domina, mientras otra u otras eran controladas o dominadas. El análisis para establecer y concretar el organigrama del grupo pivotaba sobre la capacidad que se derivaba del vínculo entre las partes, la fracción de capital poseído o condición previa para adquirir la condición de socio. Si el capital adquirido, de hecho o de derecho, identificaba una relación de dominio o de control exclusivo de los órganos de dirección de la sociedad participada (junta general y consejo de administración), tal sociedad era calificada como dependiente de la inversora y formaba parte de su grupo de empresas; si el control o dominio era solo significativo, la sociedad, mercantil o no, era considerada una empresa asociada al grupo. Y por último, si el dominio o control era compartido de manera conjunta con terceros, la entidad participada, a efectos del deber de consolidación, era calificada como sociedad multigrupo.

Por lo tanto, se puede concluir, que el conjunto de la legislación mercantil adaptada a las normas comunitarias a principios de los años noventa del siglo pasado, sí se apoya en el concepto de control o dominio entre empresas para identificar el grupo de

sociedades al que se refieren las cuentas consolidadas. En otras palabras, el grupo identificado era un grupo de subordinación o grupo vertical, cuya sociedad dominante era una sociedad mercantil. La legislación mercantil excluyó del deber legal de presentar cuentas consolidadas a las sociedades que guardasen algún tipo de vínculo por estar todas ellas controladas o dominadas por una persona física.

- b) La ausencia de un único regulador contable, ya que estarían el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, la Dirección General del Seguro y Fondo de Pensiones, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Banco de España. Por ello existe la paradoja por la que en las mismas fechas, finales de los noventa, uno de estos reguladores, la CNMV dentro de sus competencias, identifica el grupo de empresas con criterios diferentes a los que, como hemos visto, se utilizan en la legislación que afecta a todos los empresarios sujetos al Código de Comercio.

La Ley 37/1998, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores (en su extenso artículo 4 que modificaba el artículo 86 de la citada Ley) cambia el criterio de identificación de los grupos de empresas. Según Tua (2006, págs. 113-115) abandona el enfoque de la definición formal (ausencia de concepto y establecimiento de presunciones irrefutables) y adopta una definición sustancial (instauración de un concepto y establecimiento de presunciones que admiten prueba en contra).

En concreto (art. 86-4) señala que las empresas de servicios de inversión, que son las únicas sujetas a su autoridad de regulador contable, «consolidarán sus esta-

dos contables con los de las demás empresas ... que constituyan con ellas una unidad de decisión». Es por lo tanto, la primera vez que una regulación contable española hace hincapié en el concepto o fondo de lo regulado, siendo éste más definitorio que el establecimiento de las presunciones formales.

Éstas también se detallan en dicha Ley. Utilizando un modo verbal imperativo, dice que se considerará que un grupo de entidades financieras constituye un grupo consolidable de empresas de servicios de inversión cuando se dé algunas de las siguientes circunstancias:

1. Que una empresa controle a las demás entidades.
2. Que la actividad principal de la entidad dominante consista en tener participaciones en empresas de servicios de inversión.
3. Que una persona física, un grupo de personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad, controle a varias entidades.

En este tercer caso, como el ente dominante no tiene el deber de formular cuentas consolidadas, la entidad obligada a consolidar será designada por la CNMV de entre las empresas de servicios de inversión del grupo. Es decir, que el regulador contable que es simultáneamente el supervisor del mercado, designa, entre las sociedades del grupo, a una a la que traslada el deber de formular las cuentas consolidadas de un grupo determinado por el fondo económico o unidad de decisión.

Hay que señalar que las empresas que forman el grupo no tienen que tener necesariamente participaciones cruzadas en el capital de otras, es decir, la relación de capital poseído, en su caso, y el control que del mis-

mo pueda deducirse que existe en la junta general o en el consejo de administración no es determinante de la relación de grupo. Unas empresas no están dominadas por otras. Se supone que actúan en concierto porque pertenecen a la misma unidad de decisión. Al no existir subordinación de unas empresas a otras, las empresas consolidables no pueden adquirir la condición de dominante y de dependientes. Entre ellas no hay vínculo que permita otorgar esa calificación. En lenguaje coloquial, se dice que al no ser ninguna de ellas «madre» (matriz) ni «hija» (filial), las entidades obligadas a consolidar son «hermanas». Y será una de ellas, en este caso seleccionada por la CNMV, la que tenga el deber de formular las cuentas consolidadas del grupo de coordinación u horizontal. Por

ello son denominaciones contrarias a la del grupo de subordinación (dependencia) o vertical (por entrar en el capital) que se identifica cuando prevalece el concepto de control o dominio sobre el de unidad de decisión.

## 2.2. La Ley 62/2003 y la Circular 4/2004 del Banco de España

La Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, contiene dos sustanciales modificaciones en relación con los grupos de sociedades y el deber de consolidación:

- a) Fija el ámbito de aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por la UE

Cuadro n.º 1

### Transposición de las directivas europeas a la legislación española debido a la incorporación de España en la UE. 1986

#### VII Directiva 83/349/CEE:

Dos concepciones de grupo:

1. Naturaleza anglosajona: *control*
2. Naturaleza centroeuropea: *unidad de decisión*

#### Legislación española:

1. Código de Comercio: Ley 19/1989, RD 1815/1991
  - Concepto de *control/dominio* para identificar el grupo
  - Se excluyen aquellas que estén dominadas o controladas por una persona física
2. CNMV: Ley 37/1998
  - Concepto de *unidad de decisión* para identificar el grupo
  - Regulador Contable (Supervisor del Mercado) designa la sociedad obligada a formular cuentas consolidadas

Fuente: Elaboración propia.

(Disposición Adicional 11ª). Una vez que el Parlamento Europeo aprueba el Reglamento 1606/2002, las NIIF son de aplicación obligatoria para la formulación de las cuentas consolidadas de la sociedad dominante de un grupo en el que alguna de las sociedades que lo componen ha emitido valores admitidos a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la UE. Lo que hace la ley española es incorporar ese mandato al derecho positivo del Estado español, concretamente en el nuevo artículo 43bis del Código de Comercio. El tratamiento de los grupos horizontales en las NIIF será objeto de análisis en un epígrafe posterior.

- b) La citada ley (artículo 106) busca homogeneizar la regulación de los grupos de empresa. Entre los dos conceptos existentes en la legislación española, Código de Comercio y Ley del Mercado de Valores, elige el sancionado por ésta última.

Además modifica el artículo 42 del Código, que ahora establece: «1.-Toda sociedad dominante de un grupo de sociedades estará obligada a formular las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados ... En aquellos grupos en los que no pueda identificarse una sociedad dominante, esta obligación recaerá en la sociedad de mayor activo en la fecha de primera consolidación.

Existe un grupo cuando varias sociedades constituyan una unidad de decisión. En particular, se presumirá que existe unidad de decisión cuando una sociedad, que se calificará como dominante, sea socio de otra sociedad, que se calificará como dependiente, y se encuentre en relación con ésta en alguna de las situaciones que ya se establecían en la ley de 1989.

2.-Se presumirá igualmente que existe unidad de decisión cuando, por cualesquiera otros medios, una o varias sociedades se hallen bajo dirección única. En particular, cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por ésta».

Esta nueva definición es claramente sustantiva (según Tua) en la que lo definitorio es el concepto o fondo: la unidad de decisión. El grupo responde a esa concepción y se proyecta con dos variantes:

- a) Grupo de subordinación, cuando hay una sociedad dominante que controla a otras entidades.
- b) Grupo de coordinación, cuando varias sociedades se hallen bajo dirección única, en cuyo caso, al no haber dominante, el deber de consolidación recaerá en la sociedad de mayor activo.

Por esta razón, desde la fecha de entrada en vigor de esta reforma, enero de 2005, hasta la derogación de la norma, enero de 2008, los grupos horizontales han estado sometidos al deber de formular sus cuentas anuales consolidadas, aprobarlas en junta general y presentarlas en el Registro Mercantil.

Durante ese periodo de tres años el concepto de grupo de sociedades en España tuvo una regulación homogénea en la regulación mercantil, la regulación del mercado de valores y la regulación bancaria.

En efecto, el Banco de España emitió la Circular 2/2004 (BOE de 30 de diciembre) fijando el concepto de grupo en términos muy parecidos al Código de Comercio reformado, pero con mayor claridad si cabe: «Existe un grupo de entidades de crédito cuando ... varias entidades ... constituyan una unidad de

decisión aunque no exista participación entre ellas» (norma tercera – 3), añadiendo a continuación el mismo párrafo del 42 – 2 del Código de Comercio. La propia circular (en el apartado 5 de esta norma) clasifica a los grupos de entidades de crédito en:

- a) Grupos de subordinación, que son los formados por una entidad dominante y una o varias entidades dependientes.
- b) Grupos de coordinación, que son los integrados por el conjunto de entidades de un mismo grupo domiciliadas en España, junto con sus dependientes, si se dan algunos de los siguientes supuestos:
  - a. Las entidades están controladas por alguna persona física, o con-

junto de personas físicas o entidades que no forman grupo pero que actúan en concierto.

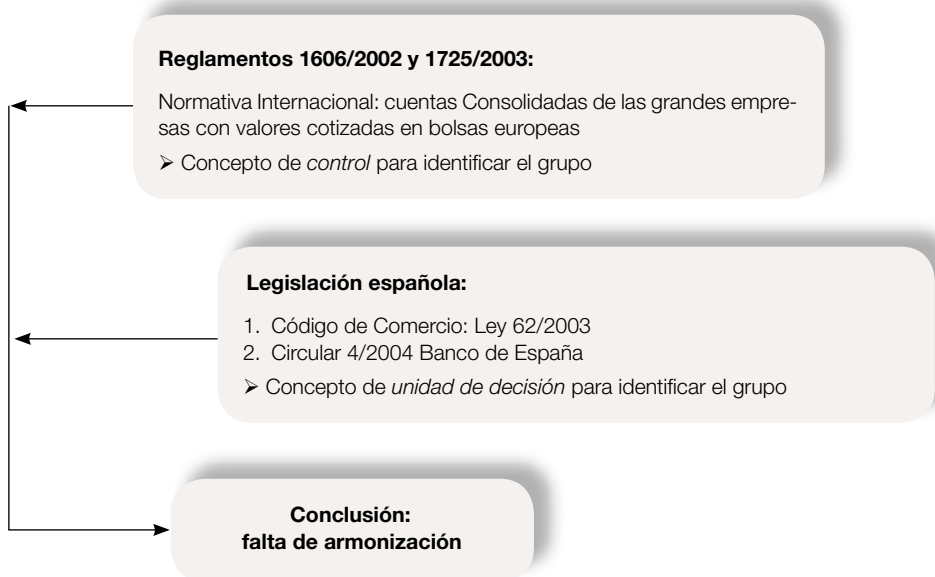
- b. La entidad dominante del grupo no está domiciliada en España.
- c. Las entidades se hallan bajo dirección única por cualquier otro medio.

### 2.3. La regulación actual: La Ley 16/2007

La última reforma de la legislación mercantil modifica de nuevo la regulación del deber de presentar las cuentas anuales consolidadas. La actual redacción del artículo 42 del Código de Comercio, se caracteriza por:

Cuadro n.º 2

#### Ámbito de aplicación de las normas internacionales



Fuente: Elaboración propia.

- a) Una definición sustantiva del grupo de empresas. El elemento definitorio es el concepto de control que sustituye al anterior de unidad de decisión. Por ello establece (art. 42 -1) que «existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras».
- b) El establecimiento de una serie de presunciones para verificar la existencia del control y, como consecuencia, la calificación de sociedad dominante o dependiente.

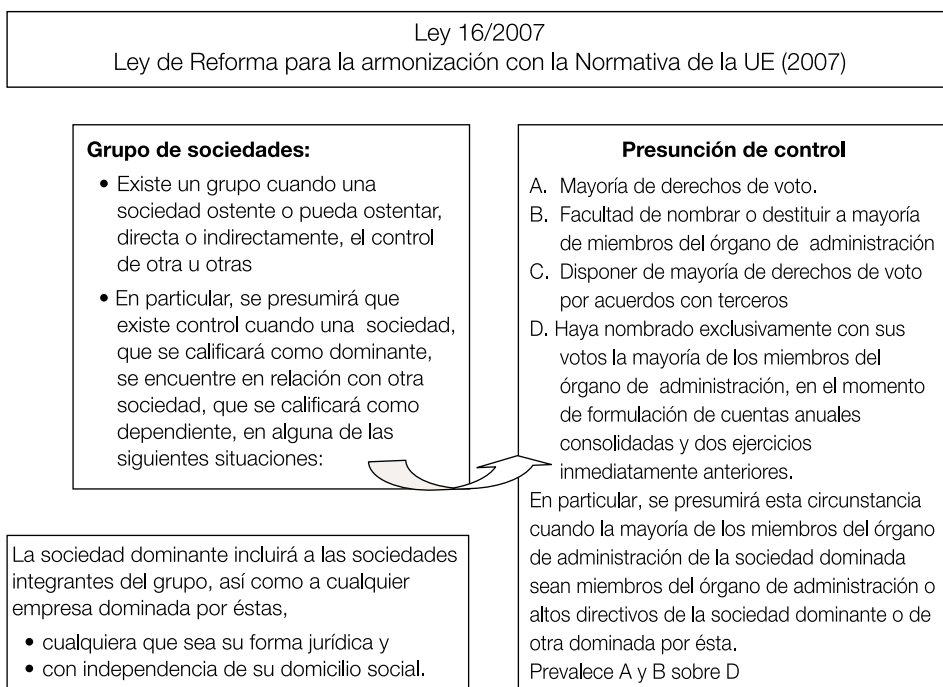
La conclusión es evidente, el concepto de unidad de decisión no encuentra hueco

en la legislación mercantil y, por lo tanto, los grupos de coordinación no tendrán, en ese ámbito, el deber de consolidar. Ello también supone la pérdida de unidad de criterio en la legislación española, dado que los grupos de coordinación de las entidades bancarias y de las empresas de servicios de inversión tendrán que seguir presentando las cuentas consolidadas mientras sus respectivos reguladores contables mantengan la normativa vigente.

El siguiente cuadro n.º 3 resume el concepto vigente de grupo de empresas a los efectos de presentación de las cuentas anuales consolidadas:

Cuadro n.º 3

### Representación esquemática del concepto: grupo de empresas



Fuente: Elaboración propia.



Por su parte el Plan General de Contabilidad (RD 1514/2007, ver Norma de registro y valoración n.º 19) contiene normas de desarrollo de la Ley 16/2007 y en relación con el concepto de grupo conviene destacar:

- a) La adquisición de acciones o participaciones en el capital de una empresa es una operación que puede originar una combinación de negocios.
- b) Las combinaciones de negocios son aquellas operaciones por las que una empresa adquiere el control de uno o varios negocios.
- c) El control es el poder de dirigir las políticas financiera y de explotación de un negocio con el fin de obtener beneficios económicos de sus actividades.
- d) El único método de contabilización válido de una combinación de negocios es el de adquisición.

Las futuras normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas en España tendrán que considerar el concepto de grupo vigente, basado en la idea del control, y establecerán los criterios de desarrollo y aplicación del método de adquisición, sin que sea posible aplicar otro método alternativo para informar sobre las combinaciones de negocios. Su entrada en vigor se producirá, posiblemente en 2009, una vez que el Parlamento Europeo haya adoptado las normas internacionales de información financiera modificadas y aprobadas por la Junta Internacional de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board*, IASB) en enero de 2008 (NIC 27 y NIIF 3).

### 3. RAZONES QUE EXPLICAN LA SUPRESIÓN DEL DEBER DE CONSOLIDACIÓN DE LOS GRUPOS DE COORDINACIÓN

#### 3.1. La evolución de la regulación contable internacional

La NIC 22, revisada en 1998, fue la última norma internacional en la que se reconocía que la combinación de negocios trataba sobre la idea de control y admitía dos variantes. La primera era que el control de los activos netos de una sociedad se podía obtener mediante adquisición financiera de sus instrumentos de propiedad. Esta combinación se contabiliza por el método de compra o adquisición y permite identificar a la sociedad controladora o dominante, a la adquirida o dependiente, los valores razonables de lo controlado, etc. La otra variante admitida era la unificación de intereses cuya característica esencial es que «no ha tenido lugar una adquisición» (párrafo 80) y cuya consecuencia en la formulación de las cuentas consolidadas es que «se practicarán sólo cambios mínimos al proceder a la suma de los estados financieros individuales» (id.) Pero desde la derogación de esta NIC, la segunda alternativa ha desaparecido como fórmula reconocida de una combinación de negocios en la regulación internacional.

Así, la NIC 27 y la NIIF 3, vigentes, coinciden casi textualmente afirmando que: «El resultado de casi todas las combinaciones de negocios es que una entidad, la adquirente, obtiene el control de uno o más negocios distintos, las entidades adquiridas». Por ello, si existe una combinación de negocios, cuando una sociedad obtiene el control de un negocio porque lo ha adquirido o comprado debe aplicar la

NIIF 3 y, además, si dicho control se obtiene mediante compra o adquisición financiera, es decir, mediante la adquisición de sus títulos de propiedad, la controladora o adquirente es la sociedad dominante del grupo de empresas y deberá aplicar la NIC 27 en la formulación de sus cuentas anuales consolidadas. En la regulación internacional vigente la NIIF 3 considera que el grupo de empresas es una de las formas de la combinación de negocios, que la idea motriz es el control y que el método a tener en cuenta es el método de la adquisición.

Es cierto que la NIIF 3 reconoce que pueden existir otras formas de obtención del control de negocios, diferentes a la adquisición directa de los activos netos o a la adquisición indirecta o financiera de los mismos. Reconoce (párrafos 11 y 3b) que un grupo de personas físicas, en virtud de acuerdos contractuales, puede obtener el control de otra entidad. Pues bien, en tal caso, dice que «una combinación de negocios quedará fuera del alcance de esta NIIF cuando el mismo grupo de personas físicas tenga, como consecuencia de acuerdos contractuales, en última instancia el poder colectivo de dirigir las políticas financieras y de explotación de cada una de las entidades combinadas, de manera que obtenga beneficios de sus actividades, y dicho poder colectivo en última instancia no tenga carácter transitorio.»

De manera expresa reconoce la posibilidad de que un grupo de coordinación puede ser una figura que reúne los requisitos para considerarse una combinación de negocios. Pero la NIIF 3 no entra a regular los deberes contables contraídos por las partes. Expresamente dice que tal «combinación de negocios quedará fuera del alcance de esta NIIF».

La razón última para excluir a los grupos de coordinación, creemos que se encuentra en el reconocimiento de que no hay herramientas válidas ni cuerpo de doctrina suficiente para proceder a su regulación. Así, en los fundamentos para las conclusiones de la NIIF 3 (marzo 2004), el IASB indica que ya en la emisión de la NIC 22 (primera redacción de 1983) quedó fuera de su alcance el tratamiento contable que debían recibir las operaciones entre empresas de grupos de coordinación. Ello provocó numerosas consultas al Comité de interpretaciones (SIC). Éste siempre informó que los profesionales del sector se encuentran ante una ausencia de criterio autorizado para la identificación y registro de esas operaciones y que las potenciales alternativas podrían ocasionar tratamientos divergentes o inaceptables. Desde el año 2000, el Comité de interpretaciones (SIC) ha tenido en su agenda de trabajo estos aspectos, sin que hasta la actualidad haya elaborado algún documento que permita solucionarlos. Por todo ello, la NIIF 3, basándose en que el SIC todavía no se ha pronunciado sobre los grupos horizontales ni sobre su tratamiento, los deja fuera de su alcance (incluso en la redacción definitiva de enero de 2008).

Pese a que la norma excluye de su alcance a los grupos horizontales, es cierto que existe un determinado tipo de control de negocios sin adquisición de sus activos netos, ni directa (físicamente) ni indirectamente (financieramente), con regulación internacional.

Así, la SIC 12 reconoce la existencia de un tipo de control sin participación financiera: las entidades de propósito especial (EPE) o entidades de cometido específico (ECE) de no muy acertada traducción ofi-

cial. Estas entidades tienen las siguientes características:

- a) Han sido creadas para alcanzar un objetivo concreto y perfectamente definido de antemano.
- b) Pueden tener la forma jurídica de sociedades de capital, o bien ser una figura sin forma jurídica de sociedad.
- c) Las modalidades de participación en la ECE pueden ser: tomar la forma de un instrumento de deuda, de un instrumento de capital, de un derecho de participación, de una participación en los excedentes o de un arrendamiento.
- d) El creador o patrocinador de la ECE retiene para sí una parte importante de la participación en los beneficios de las actividades de la entidad; incluso en el caso de que posea una parte pequeña o que incluso no posea capital de la ECE.

En este último párrafo se reconoce la posibilidad de poseer el control con una participación financiera insignificante o incluso sin necesidad de tener una participación financiera y, pese a ello, según la SIC 12 (párrafo 10), la controladora debe proceder a consolidarla. Como bien señalan los profesores Condor y Blasco (2004, pág. 351), en estos casos, no previstos por la NIC 27, las ECE implicadas deben ser consolidadas cuando las relaciones que mantienen con una sociedad dominante que consolida indiquen la existencia de control. Tal conclusión implica que en las cuentas consolidadas del grupo de subordinación se deberían incluir estas entidades a las que no se puede aplicar el método de la adquisición.

El otro regulador contable, con fuerte presencia internacional, la Junta de normas de contabilidad financiera (*Financial Accounting Standards Board*, FASB) de Estados Unidos, ha seguido una evolución paralela a la del IASB. El documento Normas de contabilidad financiera (*Statements of Financial Accounting Standards*, SFAS) 141, «Combinaciones de negocios» en su redacción de 2001, dejaba fuera de su alcance a los grupos horizontales. La nueva redacción del SFAS 141 (2007), insiste en el mismo alcance y, en los fundamentos de las conclusiones, y reconoce que no ha habido evolución doctrinal suficiente para contabilizar las operaciones y eliminaciones necesarias para formular las cuentas consolidadas de un grupo horizontal. Únicamente entiende que se pueden y deben regular las obligaciones contables de los grupos de subordinación.

Ninguna de las NIIF adoptadas por la UE, y tampoco las que serán adoptadas en breve (la nueva redacción de la NIC 27 y de la NIIF 3) prescriben el deber de formular cuentas consolidadas del grupo de coordinación. Precisamente fue este argumento uno de los utilizados por los grupos parlamentarios (enmiendas n.º 27 y 69, de CiU y PP, respectivamente) para obtener la exención del deber de consolidación de los grupos de coordinación.

Los grupos españoles, cuyas sociedades tuvieran valores cotizados, están obligados por los reglamentos de la UE a aplicar las NIIF, y de acuerdo con ellas, no pueden incluir en las cuentas consolidadas en el grupo a los subgrupos de coordinación, pues éstos no son consolidables según estas normas. En consecuencia, tales cuentas consolidadas incumplirían el artículo 42-2 del Código del Comercio, por-

que éste sí obliga a consolidar los grupos horizontales. Si para evitar el incumplimiento de la norma española se incluye el grupo de coordinación en las cuentas consolidadas formuladas con criterio NIIF; podrían verse acusados por incumplimiento de los reglamentos aprobados por la UE, porque éstas no lo permiten, y además la información resultante no es comparable con el resto de los grupos europeos. En conclusión, si los dos ordenamientos jurídicos no identifican el grupo en las cuentas consolidadas de la misma manera, se produce una paradoja irresoluble, y por esta razón la normativa española suprime el deber de consolidación de los grupos de coordinación.

Por otro lado, si a los grandes conglomerados empresariales que deben presentar el consolidado según las normas internacionales, se les tenía que exonerar del deber de consolidar, para que el grupo de coordinación español cumpla los objetivos de comparabilidad y uniformidad exigidos por las NIIF, no quedaba más solución lógica que levantar el deber al resto de los grupos que se mantuviesen sometidos a la legislación nacional del Estado. Por esa razón, en trámite parlamentario, se optó por abandonar el criterio de unidad de decisión y se decidió volver a aplicar el criterio de control, a la relación dominante-dependiente y al método de adquisición. En definitiva, se regula el deber de los grupos de subordinación, como en las NIIF, y se exonera del mismo a los grupos de coordinación. Termina de esta forma una breve historia para las sociedades hermanas del grupo horizontal y para las dominantes ocultas.

La conclusión es que la Ley 62/2003 fue más allá de lo exigido, tanto en las Normas Internacionales de Contabilidad como en

las Normas norteamericanas, al establecer la obligación de formular cuentas anuales consolidadas a los grupos de sociedades que se hallan bajo una unidad de decisión. Para algunos autores, nuestro ordenamiento jurídico había sido realmente «progresista» (Tua 2006, pág. 118) regulando una figura que pocas legislaciones de nuestro entorno contemplan y con un difícil encaje en las normas internacionales. Para otros (Gonzalo Angulo 2007, pág. 26) la traslación de esta obligación, si bien «se hizo con más intención que acierto, provocó una ola de incertidumbre a los empresarios, y probablemente, un grado de incumplimiento muy elevado, debido a los problemas que suponía la mera determinación del grupo consolidable». Precisamente, la ausencia generalizada de información sobre los grupos de coordinación en los registros públicos es una de las manifestaciones más claras de que ni los profesionales, ni la propia sociedad estaban preparados para tamaña aventura.

### 3.2. Problemas de formulación de las cuentas anuales consolidadas de los grupos horizontales

El profesor Gonzalo Angulo (2007, pág. 26) cuando explica las razones que han llevado a la supresión del deber de consolidar los grupos de coordinación señala que:

- a) no tenía parangón en los países de nuestro entorno, ni en las NIIF,
- b) no existían normas que explicasen cómo se debían medir y presentar las partidas de los estados financieros,
- c) era patente su dificultad de aplicación.

Este último punto, que fue de gran trascendencia durante los años en los que la obligación estuvo vigente, precisa de alguna aclaración. Por ejemplo:

1. El Código de Comercio definía el grupo por el concepto unidad de decisión pero las presunciones de que esta unidad de decisión se materializaba en una realidad concreta admiten prueba en contra, es decir, que se justificaría la exención si se demuestra que no existe dirección única, de manera que el cumplimiento del deber se basa en una apreciación subjetiva de la realidad.
2. La obligación de formular cuentas consolidadas del grupo de coordinación por la sociedad de mayor activo del balance del grupo no parecía ser lo más adecuado para todo tipo de grupos. En nuestro tejido empresarial, la propiedad de los inmuebles y otros activos de alto valor se encuentra en las llamadas sociedades patrimoniales, que al no tener personal contratado ni facturación diferente a la cesión del uso de esos bienes, era altamente probable que no estuvieran sometidos al deber de auditoría obligatoria. Al ser seleccionadas estas sociedades patrimoniales como «dominantes» a efectos de consolidación del grupo, se producían paradojas que se hubiesen evitado si se hubiese fijado cuál era la sociedad obligada a consolidar con otros parámetros, por ejemplo, la de mayor facturación de las sociedades hermanas.
3. Una confusión adicional se presenta cuando dos sociedades hermanas son simultáneamente sociedades

dominantes de sus respectivos grupos de subordinación. En tal caso, la de mayor activo debería formular las cuentas consolidadas del grupo de coordinación en las que se integrarían las cuentas consolidadas de los dos grupos de subordinación. En esas circunstancias, parecía posible que se pudiera aplicar la dispensa del deber de consolidación a las sociedades dominantes de grupo vertical al consolidar sus cuentas en un grupo mayor con sede en España. La contestación del ICAC (consulta 4 del BOICAC n.º 66) es que en tales casos no es aplicable la dispensa y, por lo tanto, la sociedad afectada, la de mayor activo del grupo de coordinación debería formular tres conjuntos de información pública: las cuentas anuales individuales, las cuentas anuales consolidadas del grupo de subordinación y las cuentas anuales consolidadas del grupo de coordinación. Hay que señalar que nunca se manifestaron las ventajas de tantas cuentas anuales sin saber la prelación que debían tener en el momento de representar la imagen fiel, el ejercicio de la responsabilidad civil ante las reclamaciones de accionistas o terceros, etc.

#### **4. OBLIGACIONES CONTABLES DE LOS GRUPOS DE COORDINACIÓN EN LA LEGISLACIÓN VIGENTE**

La eliminación del deber de formular cuentas anuales consolidadas de los grupos de coordinación no significa que la reforma contable no traslade nuevos deberes a satisfacer por las empresas afectadas. Veamos las más significativas.

Cuadro n.º 4

**Evolución legislativa europea y española en relación con la consolidación de grupos de empresas**

Directivas europeas		Legislación española	
<b>1976-1977:</b> • <b>Proposición VII Directiva (C75, C121)</b>	Incluye en la definición de grupo el concepto de dirección única, y, por tanto, a los Grupos Horizontales.		
<b>1978:</b> • <b>Parlamento Europeo</b>	Ratifica la definición de dirección única. Establece criterios para identificar la sociedad obligada a presentar Cuentas Anuales Consolidadas.		
<b>1983:</b> • <b>Séptima Directiva</b>	Mantiene el concepto de dirección única. Faculta a los países miembros la imposición del deber de presentar Cuentas Anuales Consolidadas en sus respectivos ordenamientos jurídicos.	<b>Ley 19/1989</b>	Ley que adapta la legislación mercantil a las Directivas en materia de sociedades. Primera vez que se regula la obligación de consolidar de los grupos de empresas.
		<b>RD 1815/1991</b>	Señala el control por una sociedad como único concepto para identificar los grupos.
<b>2002-2003:</b> • <b>Modificación VII Directiva</b> • <b>Reglamento 1602/2002</b> • <b>Reglamento 1725/2003</b>	Mantienen el concepto de: • Dirección única • Control • Control	<b>Ley 62/2003</b>	Obligación de consolidar bajo el concepto de unidad de decisión.
		<b>Ley 16/2007</b>	Elimina la unidad de decisión. Prescribe el control por participación financiera.

Fuente: Elaboración propia.

**4.1. Información agregada en la memoria de las cuentas anuales individuales**

El Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA), modificado por

la Ley 16/2007, introduce una nueva nota obligatoria en la memoria de este tipo de sociedades (artículo 200-14), indica: «Cuando la sociedad sea la de mayor activo del conjunto de sociedades domiciliadas en España, sometidas a una misma unidad

de decisión, porque estén controladas por cualquier medio por una o varias personas físicas o jurídicas, no obligadas a consolidar, que actúen conjuntamente, o porque se hallen bajo dirección única por acuerdos o cláusulas estatutarias, deberá incluir una descripción de las citadas sociedades, señalando el motivo por el que se encuentran bajo una misma unidad de decisión, e informará sobre el importe agregado de los activos, pasivos, patrimonio neto, cifra de negocios y resultado del conjunto de las citadas sociedades.»

Esta información obligatoria en la memoria de las sociedades anónimas reduce el problema de la dificultad de aplicación. Las obligaciones de las empresas serán más sencillas porque únicamente se les exige informar de los siguientes aspectos:

- a) Descripción de las sociedades que se encuentran bajo una misma unidad de decisión y el motivo por el que se hallan en esa situación.
- b) El importe agregado de los activos, pasivos, patrimonio neto, cifra de negocios y resultado del conjunto de las citadas sociedades.

Ahora bien, algo que a priori parece tan sencillo como describir y agregar, también plantea determinados problemas como:

- a) Detectar si las sociedades se hallan o no bajo una misma unidad de decisión.
- a) Interpretar la información agregada que debe presentar la sociedad de mayor activo del conjunto de las sociedades.

La información agregada, una mera suma de partidas, tendrá necesariamente que estar elaborada con los mismos crite-

rios de valoración. Todas las partidas corresponden a información financiera elaborada bajo la normativa española, pero ello no implica que todas ellas apliquen los mismos criterios. Será necesario homogeneizar los criterios siguiendo, en nuestra opinión, los de la sociedad de mayor activo.

Por otro lado, esta suma no supone ninguna eliminación de las operaciones internas o intragrupo, y éstas pueden afectar al patrimonio del conjunto. Los importes agregados no reflejan siempre la imagen fiel del combinado y pueden distorsionar los análisis económicos y financieros que se efectúen.

Con la nueva regulación, el único método aplicable a las combinaciones de negocios es el de adquisición. Éste no es aplicable a las empresas que no han sido adquiridas financieramente, pero sí sirve para identificar una serie de problemas que se presentarán en la información referida al grupo de coordinación. El método de adquisición requiere:

1. Identificar la empresa adquirente. Será aquella que obtiene el control de los otros negocios. Sin embargo, en los grupos de coordinación, tal y como se plantea en el TRLSA, se sustituye a la sociedad adquirente por la sociedad de mayor activo. No obstante, en muchos casos, será un órgano diferente del consejo de administración de una compañía el que analice las presunciones existentes para tomar la decisión sobre la existencia del grupo de coordinación; dicho ente u órgano deberá identificar las sociedades que actúan en concierto y comunicará a las empresas afectadas la obligación de remitir en tiempo y forma sus cuentas

anuales individuales a otra entidad mercantil.

2. Coste de la combinación. Implica identificar el precio efectivo satisfecho por la adquisición y control del negocio. En los grupos horizontales la participación puede ser insignificante e incluso inexistente. En este último caso, el coste de la combinación es nulo, lo cual tiene difícil interpretación. Ahora bien, existirán más dificultades de interpretación en aquellos casos donde un coste, por su escasa relevancia, no guarde ninguna relación con el valor de los activos y pasivos agregados en la nota de la memoria.
3. Plusvalías puestas de manifiesto en la combinación. Al no haber compra de sociedades las plusvalías no se reconocerán. Las cuentas consolidadas no informarían de los activos y pasivos por su valor razonable ni se reconocerán los intangibles derivados de la adquisición.
4. Fondo de comercio o diferencia negativa de consolidación. Los negocios adquiridos pueden tener elementos intangibles no identificables, sin embargo, como no ha habido ninguna contraprestación, siguiendo las normas contables, no se pueden reconocer.

Tampoco se podrá practicar la eliminación entre la inversión y los fondos propios de la participada, si no ha existido coste de combinación. Los intereses minoritarios o socios externos, se agregarán en el patrimonio neto del balance consolidado del grupo de coordinación, reflejando el importe de los activos netos que no controla o no son propiedad de la sociedad de mayor activo. Pero esto, hoy por hoy, tiene un discu-

tible sentido económico y un nulo interés informativo.

Si no hay participación en el capital social de la hermana agregada, ¿cómo se interpretará el balance consolidado? El patrimonio neto consolidado estaría configurado por un lado, por el capital y reservas de la sociedad de mayor activo, como patrimonio aportado por la sociedad convertida en dominante, y por otro lado, por el capital y reservas del resto de las sociedades que se hallen bajo la misma unidad de decisión, como patrimonio de socios externos. La mayor parte del patrimonio estará en posesión de los socios externos que *strictu sensu* son quienes no controlan el grupo, y una lectura no atenta del balance agregado puede dar lugar a confusiones. Un lector medianamente informado debería saber qué significa un balance consolidado y qué un balance agregado y cómo debe interpretar uno u otro.

Algunos de estos problemas ya fueron puestos de manifiesto por la Comisión de Expertos encargada de la elaboración de un informe sobre la situación de la contabilidad en España y las líneas básicas para abordar su reforma, el denominado «Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España». En su apartado 10.3.1.8 relativo a la obligación de formular cuentas consolidadas, decían cómo es necesario «abordar la valoración en consolidación cuando se ejerce el control por una persona natural, dado que en este caso no se puede llevar a cabo la eliminación de la inversión de la persona natural (ya que no tiene cuentas anuales) con los fondos propios de las sociedades dominadas y, adicionalmente, pueden no existir (...) participaciones entre las sociedades controladas por la persona física dominante. Esto mismo sería aplicable al caso de la persona jurídica no obligada a formular cuentas anuales».



La inaplicabilidad del método de adquisición a los grupos de coordinación ha hecho que el legislador opte por una solución simple: sustituir un método normalizado por una mera agregación de partidas. Tal agregación no contempla la eliminación de los activos y pasivos consecuencia de las operaciones internas ni el efecto de los resultados de las mismas sobre el beneficio/pérdida ni sobre el patrimonio del grupo. No eliminar los saldos recíprocos implica ofrecer una información con duplicidades, cuya utilidad es cuestionable. Lo preocupante no es que esté bajo sospecha, sino que es manifiestamente mejorable.

#### 4.2. **La presentación de las operaciones entre empresas del grupo de coordinación en las cuentas individuales de las empresas que lo integran**

El anterior Plan General de Contabilidad (RD 1643/1990), en el apartado «Normas de elaboración de las cuentas anuales» (punto 11, Operaciones Intersocietarias), prescribía que a efectos de presentar los activos y pasivos en las cuentas anuales individuales «se entenderá que otra empresa forma parte del grupo cuando ambas estén vinculadas por una relación de dominio, directa o indirecta, análoga a la prevista en el artículo 42.1 del Código de Comercio para los grupos de sociedades o cuando las empresas estén dominadas, directa o indirectamente, por una misma entidad o persona física».

Esto significaba que las empresas del grupo de coordinación tenían la misma obligación que las empresas de un grupo de subordinación de revelar en las cuentas individuales los activos y pasivos que refleja-

sen derechos y obligaciones con otras empresas vinculadas.

El mismo mandato figura en el PGC vigente (RD 1514/2007). La norma 13ª de elaboración de las cuentas anuales dice que a efectos de la presentación de las cuentas anuales se entenderá que una empresa forma parte del grupo cuando esté vinculada con otra, por:

- a) Una relación de control prevista en el artículo 42 del Código de Comercio (grupo de subordinación).
- b) Un control que se obtiene por cualquier medio por una o varias personas físicas o jurídicas, que actúen conjuntamente o se hallen bajo dirección única por acuerdos o cláusulas estatutarias (grupo de coordinación).

De forma tal, que las partidas de balance que se citan a continuación (cuadro n.º 5) hay que entender que se refieren tanto al grupo de subordinación como al grupo de coordinación.

En los últimos 17 años hubo un escaso cumplimiento de esta norma quizás por un malentendido. Las partidas afectadas son muchas y significativas para la comprensión de las cuentas anuales o para la trascendencia fiscal que pudieran tener. Obligar a revelar las operaciones entre empresas del grupo se interpretó en un sentido amplio. Solo en el caso de existir un grupo de empresas, éste tenía el deber de presentar sus cuentas consolidadas. La norma es mucho más exigente ya que aunque el grupo no tenga el deber de consolidación, si el grupo existe, debe revelar las operaciones que ha hecho entre empresas que actúan bajo unidad de decisión (grupo horizontal) o bajo control exclusivo (grupo vertical).

Cuadro n.º 5

**Cuentas entre empresas del grupo. Balance individual**

Largo plazo	Corto plazo	
1533		Desembolsos no exigidos, empresas del grupo
1543		Aportaciones no dineradas pendientes, empresas del grupo
	403	Proveedores, empresas del grupo
	433	Clientes, empresas del grupo
	4933	Deterioro de valor de créditos por operaciones comerciales con empresas del grupo
1603	5103	Deudas con entidades de crédito, empresas del grupo
1613	5113	Proveedores de inmovilizado, empresas del grupo
1623	5123	Acreedores por arrendamiento financiero, empresas del grupo
1633	5133	Otras deudas a largo plazo, empresas del grupo
	5143	Intereses de deudas, empresas del grupo
2403	5303	Participaciones en empresas del grupo
2413	5313	Valores representativos de deuda de empresas del grupo
2423	5323	Créditos a empresas del grupo
	5333	Intereses de valores representativos de deuda de empresas del grupo
	5343	Intereses de créditos a empresas del grupo
	5353	Dividendo a cobrar de empresas del grupo
2493	5393	Desembolsos pendientes sobre participaciones en empresas del grupo
	5523	Cuenta corriente con empresas del grupo
	5563	Desembolsos exigidos sobre participaciones, empresas del grupo
2933	5933	Deterioro de valor de participaciones en empresas del grupo
2943	5943	Deterioro de valor de valores representativos de deuda de empresas del grupo
2953	5953	Deterioro de valor de créditos a empresas del grupo

Fuente: Elaboración propia.

**4.3. Valoración de las operaciones entre empresas del grupo**

El nuevo PGC, en su Norma de registro y valoración n.º 21, señala que son empresas del mismo grupo aquéllas que se encuentren vinculadas, por:

- a) Una relación de control prevista en el artículo 42 del Código de Comercio (grupo de subordinación).
- b) Un control que se obtiene por cualquier medio por una o varias personas físicas o jurídicas, que actúen conjun-

tamente o se hallen bajo dirección única por acuerdos o cláusulas estatutarias (grupo de coordinación).

Y añade: «Los elementos objeto de la transacción en operaciones entre empresas del mismo grupo, se contabilizarán en el momento inicial por su valor razonable. Si el valor razonable difiriese del precio acordado en la operación, la diferencia deberá registrarse atendiendo a la realidad económica de la operación».

Esta norma contable pretende evitar la deslocalización del resultado de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de las empresas, así como la Ley 36/2006 de medidas para la prevención del fraude fiscal, quien introdujo normas fiscales al objeto de evitar la deslocalización de la base imponible de las sociedades.

Además los grupos de empresas en sus operaciones internas pueden utilizar los llamados precios de referencia que, por múltiples causas, pueden diferir de los precios que alcanzan similares bienes y servicios en operaciones entre empresas independientes.

Los precios de transferencia son el precio al que una empresa del grupo transfiere a otra empresa del grupo bienes o servicios. Estos precios de transferencia están basados algunas veces en los costes, cuando son utilizados por la dirección como indicadores de resultados y rendimiento de la dirección en el control de gestión de la empresa.

Sin embargo, los precios de transferencia basados en el coste también se han utilizado por los grupos para otras finalidades: facilitar el acceso de los bienes en nuevos mercados, prácticas desleales con la competencia, disminuir el impacto de los aran-

celes, minimizar riesgos frente a fluctuaciones de los tipos de cambio, reducir riesgos derivados de la inflación, etc. También se han utilizado para transferir bases imponibles a estados con tratamiento fiscal más favorable (Zardoya Alegría y Frajanés, 2008). Los países que integran la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), han trabajado activamente en la búsqueda de mecanismos legales tendentes a evitar este fenómeno fiscal. El criterio defendido es fijar el precio de mercado de las operaciones entre empresas de un grupo, es decir, aquellos precios que se aplicarían si la transacción comercial se hubiera efectuado entre empresas independientes.

En consecuencia, el ordenamiento tributario español reformó la normativa del Impuesto de Sociedades con la Ley 36/2006 de medidas para la prevención del fraude fiscal. La reforma consagra los precios de mercado como criterio de valoración en las operaciones entre empresas del grupo y, además, impone el deber de documentar la política de precios de transferencia que pueda haber adoptado un grupo de empresas (Gutiérrez y Rodríguez, 2007).

La nueva redacción del artículo 16 del TRLIS, señala que «las operaciones efectuadas entre personas o entidades vinculadas se valorarán por su valor de mercado. Se entenderá por valor normal de mercado aquel que se habría acordado por personas o entidades independientes en condiciones de libre competencia» y para su determinación, se aplicará alguno de los métodos señalados en el cuadro n.º 6.

Para la normativa fiscal existe grupo de empresas cuando se reúnen los requisitos exigidos por el artículo 42 del Código de

Cuadro n.º 6

**Métodos de valoración de operaciones entre partes vinculadas**

<b>Método del precio libre comparable</b>	Se compara el precio del bien o servicio en una operación entre personas o entidades vinculadas con el precio de un bien o servicio idéntico o de características similares en una operación entre personas o entidades independientes en circunstancias equiparables
<b>Método del coste incrementado</b>	Se añade al valor de adquisición o coste de producción del bien o servicio el margen habitual en operaciones idénticas o similares con personas o entidades independientes o, en su defecto, el margen que personas o entidades independientes aplican a operaciones equiparables
<b>Método del precio de reventa</b>	Se sustrae del precio de venta de un bien o servicio el margen que aplica el propio revendedor en operaciones idénticas o similares con personas o entidades independientes o, en su defecto, el margen que personas o entidades independientes aplican a operaciones equiparables
<b>Método de la distribución del resultado (1)</b>	Se asigna a cada persona o entidad vinculada que realice de forma conjunta una o varias operaciones la parte del resultado común derivado de dicha operación u operaciones, en función de un criterio que refleje adecuadamente las condiciones que habrían suscrito personas o entidades independientes en circunstancias similares.
<b>Método del margen neto del conjunto de operaciones (1)</b>	Se atribuye a las operaciones realizadas con una persona o entidad vinculada el resultado neto, calculado sobre costes, ventas o la magnitud que resulte más adecuada en función de las características de las operaciones, que el contribuyente o, en su caso, terceros habrían obtenido en operaciones idénticas o similares realizadas entre partes independientes

(1) Estos dos métodos se aplican cuando debido a la complejidad o debido a la información relativa a las operaciones no puedan aplicarse adecuadamente los métodos anteriores. Sin embargo, la Norma Foral 6/2007, de 27 de marzo, por la que se modifica la Norma del Impuesto sobre Sociedades no hace esta distinción jerárquica entre los métodos, sino que da la posibilidad de utilizar los cinco métodos de igual modo para determinar el valor de mercado.

Fuente: Elaboración propia.

Comercio, con independencia del lugar de residencia y de las obligaciones de formular cuentas anuales consolidadas. Como ya hemos señalado, para el Código de Comercio, los únicos grupos que se identifican son los grupos verticales.

La reforma contable atañe a un mayor número de grupos que los afectados por la reforma tributaria. La norma sobre valoración de los elementos objeto de una opera-

ción entre empresas del grupo, incluye los grupos de subordinación, igual que la norma tributaria, pero también, como ya se ha expuesto, comprende a los grupos de coordinación.

El nuevo PGC, no diferencia los grupos a efectos de valoración de los elementos de las operaciones internas. Por lo tanto, en el supuesto de una correcta aplicación de la norma, los registros contables en los libros

obligatorios producirán las mismas consecuencias fiscales en las empresas de los grupos con independencia de la naturaleza que éstos tengan.

## 5. CONCLUSIONES

La importancia de los grupos de empresas en cualquier sociedad es cada día mayor, su influencia es indiscutible en la economía globalizada en la que nos encontramos actualmente. A nuestro entender, al igual que lo reconoce la VII Directiva, tanto los llamados grupos verticales o intercapitalizados como los grupos horizontales o de coordinación son variantes organizativas de los negocios donde la esencia económica no coincide con la realidad jurídica. Sin embargo, en relación con estos últimos, el problema reside en la insuficiente regulación del ordenamiento jurídico del derecho de sociedades. No hemos encontrado desarrollo legal, relacionado con los grupos de coordinación, en las normas internacionales. Así pues, la situación actual se caracteriza por el reconocimiento formal de la existencia de los grupos de empresas sin vinculación en el capital (o escasamente significativa) y la inexistencia de procedimientos contables válidos para obtener la información financiera del conjunto de negocios que actúan de forma vinculada.

El presente trabajo ha analizado la evolución del concepto de grupo de empresas en la legislación española. Su evolución no mantiene una línea coherente. En la Ley 62/2003, el legislador introduce una radical modificación (unidad de decisión) al adaptar el concepto de grupo, sometido al deber de presentación de la información pública consolidada, a los contenidos de las entonces vigentes NIC-NIIF adoptadas por el Parlamento de la Unión Europea. En cambio, la

Ley 16/2007 o nueva Ley de Reforma del Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas, etc., sanciona un único concepto de grupo, el grupo vertical, definido por la idea de control y no por la más innovadora que era la idea de unidad de decisión.

Esta rectificación normativa es consecuencia de varios factores que se han producido en un periodo tan corto como es el que transcurre desde el ejercicio 2004 hasta el 2007. Uno de ellos es el escaso éxito de la regulación, medido mediante el impacto real sobre los posibles grupos afectados. Así, una vez analizada la información presentada por los grupos españoles que cotizan en el IBEX 35, hemos podido constatar que ninguno de ellos agregó información significativa sobre sus grupos horizontales en las cuentas anuales consolidadas durante los ejercicios en que la obligación estaba vigente. Esta ausencia de información se debe a dos razones principales:

1. La reforma no fue acompañada por una reglamentación que estableciese cómo se debían de llevar a cabo los ajustes contables necesarios para elaborar la información sobre las sociedades pertenecientes al grupo horizontal, es decir no existía una norma de consolidación para grupos de coordinación.
2. Por otro, la conducta de los reguladores internacionales (IASB) y de los norteamericanos (SEC) que ante la crisis de los mercados financieros aceleran el proceso de convergencia y armonización del lenguaje contable mundializado. En las nuevas normas que han emitido, no existe el deber de consolidación de las cuentas anuales de los grupos horizontales.

Ante estos dos fenómenos, la existencia de grupos horizontales y la ausencia de criterios contables internacionales sobre los mismos, el legislador opta por una vía más sencilla. En la nueva reforma mercantil española suspende el deber de presentar las cuentas anuales consolidadas de este tipo de grupos empresariales atribuyendo una serie de obligaciones adicionales a la sociedad de mayor activo de dicho grupo. Las modificaciones de la Ley de Sociedades Anónimas y del nuevo Plan General de Contabilidad, que han entrado en vigor en 2008, obligan a presentar el importe agregado de los activos, pasivos, patrimonio neto, cifra de negocios y resultado del conjunto, en las cuentas anuales individuales de la sociedad de mayor acti-

vo sometida a una misma unidad de decisión. Este nuevo requerimiento legal no soluciona los problemas de consolidación ya mencionados, pues establece la presentación de una mera información agregada que puede distorsionar el análisis económico y financiero

A su vez, esta fórmula permite que los grupos españoles de esta naturaleza no tengan más deberes que los existentes en el resto de la economía de mercado y, simultáneamente, abre un periodo de espera para observar si la evolución de la doctrina contable es capaz de generar unas soluciones técnicas (de las que hoy carece) para formular la información consolidada de estos grupos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CALVO GONZÁLEZ-VALLINAS, J. (2008): «Las Combinaciones de negocios en el Plan General de Contabilidad». *Revista Técnica Contable*, 706, marzo: 99-110.
- CASILLAS CUEVAS, A. (2007): «Análisis del concepto de grupo consolidable bajo el prisma de la normativa contable nacional e internacional». *Revista Técnica Contable*, 700, septiembre: 38-43.
- CONDOR LÓPEZ, V. (2003): «Los estados financieros de los grupos de sociedades y las nuevas normas contables». *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 4: 55-78.
- CONDOR LÓPEZ, V. Y BLACO BURRIEL, P. (2004): «Consolidación de estados financieros» en «Monografías sobre las Normas Internacionales de Información Financiera». Biblioteca Expansión – AECA: 331 – 377.
- CORONA-ROMERO, E. Y BEJARANO VÁZQUEZ, B.. (2007): «Las Combinaciones de Negocios en el borrador del nuevo Plan General de Contabilidad». *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 2 y 3: 159-188.
- GAY DE LIEBANA Y SALUDAS, J.M.. (2007): «La reforma mercantil en curso y sus implicaciones para las empresas españolas». *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 2 y 3: 37 - 85.
- GIRONELLA MASGRAU, E. (2007): «Créditos o préstamos a un tipo de interés menor que el de mercado: tratamiento contable». *Revista Partida Doble*, 193, noviembre: 38-49.
- GONZALO ANGULO, J.A. (2006): «Consolidación horizontal e imagen fiel: una reflexión crítica». AECA. n.º 76, septiembre: 38-43.
- (2007): «Tamaños de la empresa y obligaciones contables». *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, n.º 2 y 3:21-26.
- GUTIÉRREZ LOUSA, M. Y RODRÍGUEZ ONDARZA, J.A. (2007): «Los precios de transferencia tras la reforma realizada por la Ley 36/2006 de Medidas para la Prevención del Fraude Fiscal», *Boletín Económico del ICE*, 2917, julio: 15-35.
- JIMÉNEZ CARDOSO, S.M.. (2007): «Las Combinaciones de negocios en el borrador del PGC». *Partida Doble*, 193, noviembre: 10-25.
- SANTOS PEÑALVER, J.F. Y ALONSO CARRILLO, I. (2008): «Presentación de las cuentas consolidadas después de la reforma contable», *Partida Doble*, 200, junio: 32-48.
- TORIBIO TEMPRADO, J.A. Y CERVERA OLIVER, M. (2006): «Análisis de la consolidación en los grupos horizontales o de coordinación». *Partida Doble*, 173, enero: 74-91.
- TUA PEREDA, JORGE (2006): «El nuevo concepto de grupo en el Código de Comercio», *Noticias de la Unión Europea*, vol. 259-260: 113-122.
- ZARDOYA-ALEGRIA, A.I. Y FAJARINES, A.I. (2008): «Implicaciones para la gestión de los precios de transferencia en las empresas descentralizadas». *Revista Observatorio Contable y Financiero*, 21: 24-38.

# Los grupos de sociedades en el derecho tributario

El presente artículo tiene por objeto una aproximación al concepto de grupo de sociedades en el derecho tributario, con especial atención a las acepciones dadas por el legislador fiscal a este concepto en cada uno de los principales impuestos. Así, en el Impuesto sobre Sociedades las referencias al concepto de grupo de sociedades son constantes, dada la estrecha relación de este impuesto con la normativa contable, ya que el cálculo de la base imponible se realiza a partir del resultado contable. En particular, existen dos ámbitos del Impuesto sobre Sociedades, donde el concepto de grupo de sociedades adquiere especial importancia. Por una parte, el régimen especial de consolidación fiscal y por otra, la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de Medidas de Prevención del Fraude Fiscal. Igualmente, en el Impuesto sobre el Valor Añadido, hay que resaltar la introducción de un nuevo régimen de grupos y mencionar que el concepto de grupo de sociedades tiene relevancia a efectos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas y Actos Jurídicos Documentados.

*Artikulu honen xedea da sozietate-taldea kontzeptua azaltzea, zerga-zuzenbidearen esparruaren barruan; zehazkiago, zerga nagusi bakoitzean fiskalitateko legelariak kontzeptu horri ematen dizkion adierei erreparatuz. Hala, Sozietateen Gaineko Zergan, behin eta berriz egiten zaio erreferentzia sozietate-multzo kontzeptuari, zerga hori estu-estu lotuta dagoelako kontabilitateko araudiarekin, zerga-oinarria kalkulatzeko kontabilitateko emaitza hartzen baita kontuan. Zehazki, badira bi atal Sozietateen Gaineko Zergaren barruan zeinetan sozietate-talde kontzeptuak garrantzi berezia hartzen duen. Alde batetik, zerga-baterakuntzako araubide berezia, eta, beste aldetik, azaroaren 29ko 36/2006 Legea, Iruzur Fiskala Prebenitzeko Neurriei buruzkoa. Horrez gain, Balio Erantsiaren Gaineko Zergan, aipatzekoa da taldeen araubide berria sartu dela, eta sozietate-taldea kontzeptuak, gainera, baduela zeresanik Kostu Bidezko Ondare Eskualdatzeen Gaineko Zergan nahiz Egintza Juridiko Dokumentatuetan.*

The present paper pretends to approach the concept of a group of companies in a tax field, paying special attention to the meanings given by the tax legislator in every of the main taxes. This way, the references to the concept of group of companies in the Corporate Income Tax are constant, given the narrow relationship of this tax with the accountancy legislation, because the assessment of the tax base is made after the accountancy outcome. Precisely, there are two fields of Corporate Income Tax where the concept of group of companies takes special significance. On the one hand, the special regime of tax consolidation and, on the other hand, the Law 36/2006, 29th November, on Preventive Measures against Tax Fraud. At the same time, on Value Added Tax, it must be highlighted the introduction of a new regime of groups and must also be mentioned that the concept of group of companies is relevant in terms of Property Transfer Tax on chargeable transfers and Legal Documentation Tax.



## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Impuesto sobre Sociedades
  3. Impuesto sobre el Valor Añadido
  4. El concepto de grupo en otros impuestos: el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y el Impuesto sobre Actividades Económicas
  5. Conclusión
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: partes vinculadas, operaciones vinculadas, régimen sancionador.

Keywords: tie parts, tie operations, sanctioning system.

N.º de clasificación JEL: K34, H25, K22.

### 1. INTRODUCCIÓN

Hasta la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, existían dos definiciones legales de grupo de sociedades en el ámbito del derecho mercantil. Por un lado, el artículo 42 del Código de Comercio (CCom), cuya redacción se ha modificado recientemente con efectos a partir de 1 de enero de 2008, por la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional según la normativa de la Unión Europea. Y por otro lado, el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV).

A partir de la Ley 47/2007, el artículo 4 de la Ley 24/1988, del mercado de valores remite al concepto de grupo regulado en el

artículo 42 CCom. Podemos decir, por tanto, que en el ámbito del derecho mercantil y contable, el concepto de grupo es único, sólo existe una definición legal contenida en el artículo 42 citado y de este concepto se derivan todas las consecuencias mercantiles y contables de la consideración de varias sociedades como grupo.

No ocurre lo mismo en derecho fiscal. Si bien es verdad que este artículo 42 es un referente básico en la legislación fiscal, no sólo no es el único concepto de grupo sino que tampoco coincide su definición, como veremos, de un impuesto a otro.

Teniendo en cuenta la diversidad de conceptos y la autonomía de cada tributo hemos sistematizado el presente trabajo tratando cada impuesto por separado para facilitar el seguimiento de la exposición. Dentro de cada impuesto, haremos una breve exposición de las menciones expresas al artículo 42

y especial referencia a los regímenes de consolidación fiscal y grupos de IVA sin pretender con ello un análisis en profundidad de cada concepto.

## 2. IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES

Con la entrada en vigor de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades (actualmente, Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido del Impuesto sobre Sociedades, en adelante, TRLIS), la relación entre fiscalidad y contabilidad alcanza su culminación al determinarse la base imponible, de acuerdo con el artículo 10 de la Ley, sobre la base del resultado contable corregido en los ajustes expresamente previstos por la propia ley del impuesto. En esta línea de aproximación entre el Impuesto sobre Sociedades y el derecho mercantil, las referencias al artículo 42 CCom. en el texto del impuesto son continuas si bien, como veremos, no siempre se respeta el concepto legal de grupo.

### 2.1. Referencias al artículo 42 CCom. en el Impuesto sobre Sociedades

*Amortización de activos intangibles de vida definida (artículo 11.4 TRLIS) e indefinida (artículo 12.7 TRLIS) y del fondo de comercio oneroso (artículo 12.6 TRLIS)*

El TRLIS permite la amortización de activos intangibles de vida útil definida e indefinida si se adquieren a título oneroso y tanto el adquirente como el transmitente no forman parte del mismo grupo de sociedades en el sentido del artículo 42 CCom. salvo que este último lo hubiera adquirido a su vez, de un tercero no vinculado. En este caso, el importe deducible se limitará al

precio de adquisición satisfecho por el transmitente. Idénticos requisitos se predicen respecto de la amortización del fondo de comercio adquirido onerosamente.

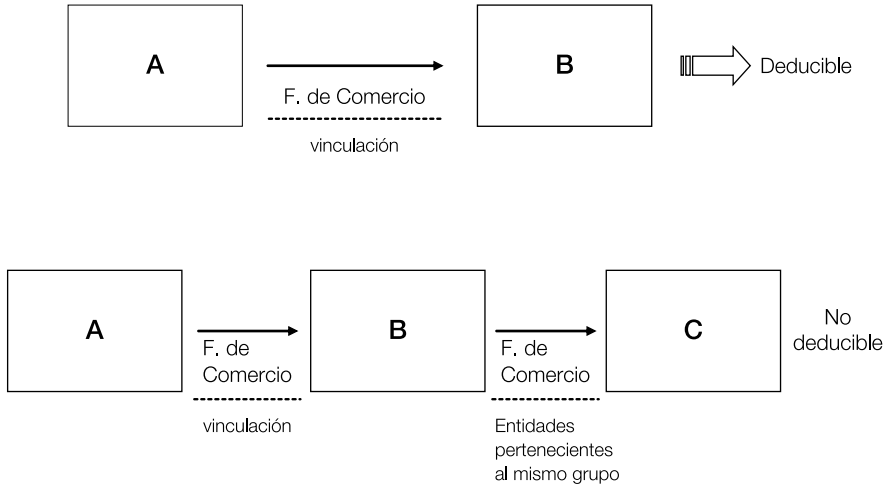
Esta última limitación a la deducibilidad resulta de difícil interpretación por cuanto el concepto de entidad vinculada es mucho más extenso, como veremos, que el concepto mercantil de grupo. Ello puede dar lugar a situaciones paradójicas; por ejemplo, en aquellos casos en que una sociedad adquiere un fondo de comercio a una entidad vinculada fiscalmente pero que no pertenece al grupo en el sentido del artículo 42 CCom. El fondo de comercio adquirido a esta entidad vinculada será fiscalmente deducible puesto que no se ha adquirido a una entidad del grupo pero si, posteriormente, transmite el fondo a otra entidad del grupo, esta última no podrá deducir importe alguno dado que el fondo de comercio se adquirió a una entidad del grupo que, a su vez, lo adquirió a una entidad vinculada. Parece lógico que la referencia a entidad vinculada fuese sustituida por una referencia a entidad del grupo; de esta forma, se evitarían situaciones como la descrita en el ejemplo.

*Depreciación de cartera (artículo 12.3 del TRLIS)*

La deducción fiscal en concepto de pérdidas por deterioro de valores representativos del capital social de entidades que no coticen en un mercado regulado no podrá exceder de la diferencia entre el valor de los fondos propios al inicio y al cierre del ejercicio. Este mismo criterio se extiende a las participaciones en el capital de entidades del grupo, multigrupo y asociadas en los términos de la legislación mercantil tanto si cotizan o no. Asimismo, las pérdidas derivadas de participaciones en entidades residentes en paraísos fiscales no son deduci-

Cuadro n.º 1

**Deducibilidad del fondo de comercio adquirido entre empresas vinculadas**



Fuente: Elaboración propia.

bles salvo que consoliden sus cuentas con la entidad que dota la provisión en el sentido del artículo 42 C.Com. o si no consolidasen, en caso de que residan en la UE, ejerzan una actividad empresarial y pueda acreditarse que su constitución y operativa responde a motivos económicos válidos.

**Exención para evitar la doble imposición internacional (artículo 21 del TRLIS)**

El artículo 21 del TRLIS establece el método de exención para evitar la doble imposición tanto en dividendos percibidos de entidades no residentes como de plusvalías derivadas de la transmisión de la participación. Para la aplicación de la exención en dividendos, el artículo 21 exige básicamente tres requisitos: un porcentaje de participación, directa o indirecta, de al menos el 5% del capital poseído durante un año, siendo

indiferente que dicho periodo se cumpla antes o después del reparto que la entidad participada esté gravada por un impuesto extranjero de naturaleza idéntica al Impuesto sobre Sociedades y que los beneficios repartidos procedan de la realización de actividades empresariales en el extranjero.

Respecto del cómputo del plazo exigido en el primer requisito, el artículo permite que se tenga en cuenta el periodo en el que la participación haya sido poseída ininterrumpidamente por otras entidades, sean o no residentes en España, y que reúnan las circunstancias a que se refiere el artículo 42 C.Com. para formar parte del mismo grupo de sociedades.

**Deducción por reinversión de beneficios extraordinarios (artículo 42 del TRLIS)**

El artículo 42 del TRLIS hace referencia al concepto de grupo en el sentido del ar-

título 42 C.Com. para limitar el importe de renta susceptible de formar parte de la base de deducción en el supuesto de que los elementos patrimoniales transmitidos sean valores. En efecto, la renta generada en la transmisión de valores que representen fondos propios de toda clase de entidades que otorguen una participación no inferior al 5% puede constituir base de la deducción por reinversión. En este caso, si la entidad tiene elementos no afectos en un porcentaje no superior al 15% del activo, no se aplica la deducción sobre la parte de renta obtenida en la transmisión. En caso de que la entidad transmitida sea la sociedad dominante de un grupo en el sentido del artículo 42 C.Com, el porcentaje del 15% se calculará atendiendo al balance consolidado incluyendo las entidades multigrupo y asociadas.

***El concepto de grupo en el régimen especial del capítulo VIII, Título VII del TRLIS: Fondo de comercio de fusión (artículo 89.3 del TRLIS) y compensación de bases imponibles negativas (artículo 90.3 del TRLIS)***

En los procesos de fusión o escisión total de sociedades en los que se produce una sucesión a título universal en virtud de la cual la sociedad adquirente se subroga en los derechos y obligaciones tributarias de la transmitente, el TRLIS permite que la sociedad adquirente compense las bases imponibles negativas de la sociedad que se disuelve. No obstante se establece un límite que opera ante dos situaciones: si la adquirente participa en el capital de la transmitente o si ambas forman parte del mismo grupo de sociedades en el sentido del artículo 42 C. Com. Dicho límite consiste en que las bases imponibles negativas a compensar por la sociedad adquirente se redu-

cirán en el importe de la diferencia positiva entre el valor de las aportaciones de los socios, realizadas por cualquier título, y su valor contable. Se trata, por tanto, de evitar que la sociedad adquirente compense doblemente las pérdidas; la primera vez, vía provisión por depreciación de cartera y, posteriormente, una vez realizada la fusión. El legislador extiende esta limitación a los grupos de sociedades pues, de no ser así, sería relativamente fácil de evitar fusionando directamente con otra sociedad del grupo que no haya dotado la provisión.

De similar modo, se establece una limitación a la deducibilidad del fondo de comercio afluado en el marco de una fusión o escisión. En efecto, el artículo 89.3 del TRLIS permite la deducibilidad del fondo de comercio financiero si la entidad adquirente y transmitente no forman parte de un grupo de sociedades en el sentido del artículo 42 C. Com. salvo que a su vez, se hubiese adquirido la participación a una entidad no vinculada.

***Transparencia fiscal internacional (artículo 107 del TRLIS)***

El régimen de transparencia fiscal internacional, de forma similar al antiguo régimen de transparencia fiscal interna, pretende evitar la deslocalización de rentas pasivas (no generadas en el marco de una actividad empresarial) mediante el uso de filiales no residentes, imputando determinadas rentas generadas por la filial en la base imponible de la sociedad española. Este régimen, regulado en el artículo 107 TRLIS, incluye varias menciones al artículo 42 C. Com., si bien a los efectos que nos ocupan nos interesa destacar dos aspectos. En primer lugar, el legislador fiscal no se remite al artículo 42 CCom. para determinar el grado

de participación en la aplicación del régimen fiscal sino que lo condiciona a participar, por sí sola o conjuntamente con personas vinculadas en el sentido del artículo 16 TRLIS en la entidad no residente en, al menos, un 50% en el capital, en los fondos propios, en los resultados o en los derechos de voto. De esta forma, el régimen se extiende a supuestos no incluidos en el artículo 42 C.Com. fundamentalmente porque no exige mayoría de los derechos de voto como en el artículo 42 C.Com. y por su extensión a las personas a computar en cuanto a la participación indirecta ya que el concepto de vinculación fiscal del artículo 16, como veremos, es mucho más amplio que el concepto mercantil de grupo.

En segundo lugar, de nuevo, el legislador fiscal extiende el concepto mercantil de grupo pues las menciones expresas al artículo 42 C.Com. realizadas a lo largo del artículo, conforme al apartado 14 del mismo, incluyen las entidades multigrupo y asociadas en los términos de la legislación mercantil, conceptos, ambos, regulados en el artículo 47 C.Com. y en los artículos 4 y 5 del todavía vigente Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas y que no responden al concepto de grupo mercantil de sociedades en el sentido estricto del artículo 42 C.Com.

#### ***Entidades de tenencia de valores extranjeros (artículo 117 del TRLIS)***

En el marco del régimen especial de las entidades de tenencia de valores extranjeros, también se hace referencia al artículo 42 C.Com. En concreto, en la regulación de la exención por doble imposición internacional de los dividendos recibidos de sus filiales no residentes. Así, en el caso

de que la participación indirecta no alcance el 5% requerido para aplicar la exención, esta se aplicará igualmente, si forma parte del mismo grupo en el sentido del artículo 42 C.Com., con la entidad participada directamente y formula estados consolidados.

En este supuesto, el legislador ha extendido expresamente los efectos del artículo 42 C.Com. fuera del territorio español por lo que habrá que analizar si se cumplen los requisitos del artículo 42 C.Com. con independencia de la normativa del país o países de residencia de las filiales.

#### ***Facultades de la Administración tributaria (artículo 133 del TRLIS)***

La inspección tributaria tiene la facultad de solicitar de la dominante de un grupo de sociedades en el sentido del artículo 42 C. Com. información contable de las sociedades no residentes pertenecientes al grupo.

#### ***El ámbito de aplicación del régimen de empresas de reducida dimensión***

El régimen de empresas de reducida dimensión (pymes) se configura como un conjunto de incentivos aplicables a aquellas empresas cuya cifra de negocios no supere el umbral de ocho millones de euros en el periodo impositivo anterior. Los incentivos consisten básicamente en la posibilidad de aplicar un tipo de gravamen inferior y en amortizar aceleradamente.

El artículo 108, apartado 3 regula el cómputo de la cifra de negocios en caso de que la entidad forme parte de un grupo de sociedades. En este caso, el legislador fiscal extiende el concepto de grupo en el sentido del artículo 42 C.Com. a supuestos inicialmente excluidos. Así, a los exclusivos efec-

tos de aplicar el régimen de pymes, deben considerarse todas las entidades que formen grupo en el sentido del artículo 42 C. Com. con independencia de la residencia de la sociedad y de si formula o no cuentas consolidadas. Pero, además, se añade un concepto de grupo basado en las relaciones parentales: se sustituye la sociedad dominante por el grupo familiar formado por personas físicas unidas por vínculos de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad hasta el segundo grado inclusive. El requisito exigido es que todas las personas físicas sean socios de las entidades, de tal forma que, sin existir grupo en el sentido del artículo 42, en la medida en que dos o más sociedades incluyan en su accionariado a parientes hasta de segundo grado deberán computar su cifra de negocios en conjunto.

## 2.2. **Las relaciones entre sociedades del mismo grupo. Grupos internacionales y operaciones vinculadas**

Al margen del concepto de grupo mercantil y del concepto de grupo fiscal que se comentará más adelante, conviene advertir que la normativa fiscal y, en particular, la Ley del Impuesto sobre Sociedades establece una norma de la valoración aplicable a las operaciones realizadas entre entidades vinculadas; en virtud de la cual, dichas operaciones deberán realizarse a valor de mercado, es decir, en las mismas condiciones en que dichas operaciones se realizarían entre partes independientes en condiciones de libre concurrencia; de tal manera que se configura un nuevo concepto de grupo de sociedades en relación con las operaciones vinculadas realizadas en el seno del mismo.

Esta materia ha sido objeto de una profunda reforma por medio de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de Medidas de Prevención del Fraude Fiscal que, con efectos para los periodos impositivos iniciados a partir del pasado 1 de enero de 2007, modificó dicho régimen con un doble objetivo:

- a) Recoger «el mismo criterio de valoración que el establecido en el ámbito contable. En tal sentido la Administración tributaria podría corregir dicho valor contable cuando determine que el valor normal de mercado difiere del acordado por las personas o entidades vinculadas, con regulación de las consecuencias fiscales de la posible diferencia entre ambos valores».
- b) «Adaptar la legislación española en materia de precios de transferencia al contexto internacional, en particular a las directrices de la OCDE sobre la materia y al Foro Europeo sobre precios de transferencia, a cuya luz debe interpretarse la normativa modificada».

Las principales novedades introducidas en materia de precios de transferencia son las siguientes:

- a) La nueva regla general es que los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades deben valorar sus operaciones vinculadas por su valor normal de mercado.
- b) Como elemento de control muy relevante se establece la obligación de documentar las operaciones vinculadas.
- c) Finalmente, se establece un novedoso y estricto régimen sancionador.

En consecuencia, la valoración por el valor normal de mercado ya no es una facultad exclusiva de la Administración tributaria (como sucedía en la derogada regulación), sino que

las entidades o personas vinculadas están con la nueva redacción del artículo 16 TRLIS obligadas a valorar las operaciones realizadas entre ellas por el valor de mercado, entendido este como aquél que se habría acordado entre personas o entidades independientes en condiciones de libre competencia. Esta valoración se debe efectuar con independencia de que se produzca una menor tributación o un diferimiento de tributación en España en caso de no efectuarse aquella.

### **Concepto de partes vinculadas**

La norma del Impuesto sobre Sociedades establece una lista cerrada de las personas o entidades que tienen la consideración de vinculadas a los efectos del referido régimen. Este *numerus clausus* concede una evidente seguridad jurídica, sin embargo el listado amplía el ámbito de sociedades vinculadas más allá de cualquier otro concepto de grupo de sociedades, tanto en el sentido del artículo 42 del CCom, como de grupo en consolidación fiscal o como grupo a efectos del Impuesto sobre el Valor Añadido. Como ejemplo podemos indicar los siguientes supuestos de vinculación establecidos en el artículo 16.3 del TRLIS:

- a) Una entidad y sus socios o partícipes, con una participación igual o superior al 5%, o al 1% si se trata de valores admitidos a negociación en un mercado regulado.
- b) Una entidad y sus consejeros y administradores<sup>1</sup>.
- c) Una entidad y los cónyuges o personas unidas por relación de parentesco, en línea directa o colateral, por consanguinidad o afinidad hasta el

tercer grado de los socios o partícipes, consejeros o administradores.

- d) Dos entidades que pertenezcan a un mismo grupo.
- e) Una entidad y otra entidad participada por la primera indirectamente en, al menos, el 25% del capital social o de los fondos propios.

De tal manera que, como puede comprobarse, la amplitud del ámbito de vinculación establecido por el legislador fiscal no sólo abarca a las sociedades y sus participadas, sino también a los administradores, consejeros e incluso a familiares de estos, con las consecuencias propias de este régimen que a continuación se detallan.

### **Principio general de valoración y sujetos habilitados para valorar**

Como consecuencia del referido cambio normativo, una de las principales novedades introducidas en materia de operaciones vinculadas es la obligación de los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades de valorar las operaciones efectuadas entre personas o entidades vinculadas por su valor normal de mercado.

Con la normativa vigente hasta 31 de diciembre de 2006 eran los contribuyentes quienes al realizar una operación con una entidad vinculada le concedían un valor, pudiendo diferir el mismo de su valor de mercado, registrándose dicho valor en la contabilidad y reflejándose el beneficio o pérdida de la misma en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades. Ahora bien, realizado este proceso, el contribuyente ya no podía modificar dicha valoración realizando ajustes al resultado contable, sino que era únicamente la Administración tributaria quien, en el marco de un procedimiento de inspección, podía ajustar dichos valores.

<sup>1</sup> La mención a los administradores incluye tanto a los administradores de derecho como a los de hecho.

Actualmente, la nueva redacción del artículo 16 del TRLIS cambia radicalmente esta situación trasladando al contribuyente la obligación de valorar de acuerdo con el valor normal de mercado, circunstancia ésta que debe relacionarse con el nuevo Plan General de Contabilidad que exige que las operaciones realizadas entre empresas del mismo grupo se realicen a valor razonable.

### ***Documentación de las operaciones vinculadas***

Se trata de otra novedad impuesta en la actual redacción del referido artículo 16 del TRLIS, ya que en la normativa derogada no existía obligación alguna a este respecto. Aún más, era la Administración tributaria en quien recaía la carga de la prueba para demostrar que una determinada transacción no se había valorado conforme a su valor de mercado.

De esta manera, el legislador traslada al contribuyente la carga de la prueba, es él quien debe demostrar documentalmente que sus operaciones vinculadas se valoran conforme al principio de libre concurrencia, justificando la valoración de las operaciones vinculadas y, en definitiva, la política de precios de transferencia del Grupo al que pertenezca.

El apartado 2 del artículo 16 del TRLIS remite a un posterior desarrollo reglamentario que concreta la documentación a elaborar. Dicho desarrollo reglamentario tuvo lugar el pasado 18 de noviembre por medio del Real Decreto 1793/2008, de 3 de noviembre, por el que se modifica el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio (en adelante, Reglamento del IS).

El Reglamento del IS especifica el contenido de este precepto legal, detallando la

documentación que el obligado tributario deberá aportar a requerimiento de la Administración tributaria para la comprobación y determinación del valor de mercado en las operaciones realizadas con personas o entidades vinculadas. Respecto a la obligación de mantener a disposición de la Administración tributaria la documentación, el Reglamento del IS concreta que la documentación deberá estar a disposición de la Administración tributaria a partir de la finalización del plazo voluntario de declaración o liquidación.

De conformidad con lo previsto por la nueva redacción otorgada al artículo 18 del Reglamento del IS, la documentación estará formada por dos bloques diferenciados: por una parte, la documentación relativa al grupo al que pertenezca el obligado tributario, descrita en el nuevo artículo 19 del Reglamento del IS y, por otra, la documentación relativa al propio obligado tributario, que ahora se detalla en el artículo 20 del Reglamento del IS.

En este sentido, ha de precisarse que las obligaciones de documentación relativas al grupo y al obligado tributario no resultarán exigibles en relación con las siguientes operaciones:

- a) Las realizadas entre entidades que se integren en un mismo grupo de consolidación fiscal y que hayan optado por el régimen de consolidación fiscal regulado en el Capítulo VII del Título VII de la TRLIS.
- b) Las realizadas con sus miembros por las agrupaciones de interés económico y por las uniones temporales de empresas.
- c) Las realizadas en el ámbito de ofertas públicas de venta o de ofertas públicas de adquisición de valores.



Las obligaciones de documentación del grupo son las siguientes:

- a) Descripción general de la estructura organizativa, jurídica y operativa del grupo, así como cualquier cambio relevante en la misma.
- b) Identificación de las distintas entidades que, formando parte del grupo, realicen operaciones vinculadas en cuanto afecten, directa o indirectamente, a las operaciones realizadas por el obligado tributario.
- c) Descripción general de la naturaleza, importes y flujos de las operaciones vinculadas entre las entidades del grupo en cuanto afecten directa o indirectamente, a las operaciones realizadas por el obligado tributario.
- d) Descripción general de las funciones ejercidas y de los riesgos asumidos por las distintas entidades del grupo en cuanto afecten, directa o indirectamente, a las operaciones realizadas por el obligado tributario, incluyendo los cambios respecto del período impositivo o de liquidación anterior.
- e) Una relación de la titularidad de las patentes, marcas, nombres comerciales y demás activos intangibles en cuanto afecten directa o indirectamente, a las operaciones realizadas por el obligado tributario, así como el importe de las contraprestaciones derivadas de su utilización.
- f) Una descripción de la política del grupo en materia de precios de transferencia que incluya el método o métodos de fijación de los precios adoptado por el grupo, que justifique su adecuación al principio de libre competencia.

- g) Relación de los acuerdos de reparto de costes y contratos de prestación de servicios entre entidades del grupo, en cuanto afecten, directa o indirectamente, a las operaciones realizadas por el obligado tributario.
- h) Relación de los acuerdos previos de valoración o procedimientos amistosos celebrados o en curso relativos a las entidades del grupo cuando afecten, directa o indirectamente, a las operaciones realizadas por el obligado tributario.
- i) La memoria del grupo o, en su defecto, informe anual equivalente. No obstante, las obligaciones de documentación del grupo no serán exigibles para aquéllos grupos que no cumplan con lo previsto en el artículo 108 de la TR-LIS, es decir, cuando la cifra de negocios del conjunto de entidades pertenecientes al mismo sea inferior a 8 millones de euros en el período impositivo inmediato anterior.

Las obligaciones de documentación del grupo se referirán al período impositivo o de liquidación en el que el obligado tributario haya realizado operaciones vinculadas con cualquier otra entidad del grupo. Adicionalmente, se especifica que la documentación elaborada para un período impositivo podrá ser utilizada en períodos impositivos posteriores, sin necesidad de elaborar nueva documentación, sin perjuicio de que deban efectuarse las adaptaciones necesarias.

Las obligaciones de documentación del obligado tributario son las siguientes:

- a) Nombre y apellidos o razón social o denominación completa, domicilio fiscal y NIF del obligado tributario y de

las personas o entidades con las que se realice la operación, así como descripción detallada de su naturaleza, características e importe.

- b) Si la operación se realiza con residentes en paraísos fiscales, deberá identificarse a las personas y, en su caso, los administradores de las entidades que hayan intervenido en la operación.
- c) Análisis de comparabilidad en los términos descritos en el artículo 16.2 del Reglamento del IS.
- d) Una explicación relativa a la selección del método de valoración elegido, incluyendo una descripción de las razones que justificaron la elección del mismo, así como su forma de aplicación, y la explicación del valor o intervalo de valores derivados del mismo.
- e) Criterios de reparto de gastos en concepto de servicios prestados conjuntamente en favor de varias personas o entidades vinculadas, así como los correspondientes acuerdos, si los hubiera, y acuerdos de reparto de costes a que se refiere el artículo 17 del Reglamento del IS.
- f) Cualquier otra información de que haya dispuesto el obligado tributario para determinar la valoración de sus operaciones vinculadas, así como los pactos parasociales suscritos con otros socios.

Las obligaciones de documentación relativas al obligado tributario serán exigibles en su totalidad salvo cuando una de las partes que intervenga sea una entidad de reducida dimensión o una persona física y, en ambos casos, no se trate de operaciones realizadas con personas o entidades

residentes en países o territorios considerados paraísos fiscales. En tales casos, las obligaciones de documentación no son tan extensas y se fijan en función del tipo de operación concreta realizada. Así, por ejemplo, en los supuestos de transmisión de inmuebles sólo será exigible cumplir con las previstas en las letras a), c) y e) anteriormente citadas. En los supuestos de transmisión de negocios o valores o participaciones en entidades no cotizadas las previstas en las letras a) y e) así como las magnitudes utilizadas para determinar su valor.

### *Régimen sancionador*

Finalmente la existencia de un régimen sancionador específico para este tipo de operaciones constituye la tercera gran novedad, dado que en el régimen vigente hasta 31 de diciembre de 2006 este tipo de conductas no eran sancionables. No obstante el legislador ha optado por orientar el régimen hacia el cumplimiento de las obligaciones de documentación, por lo que la sancionabilidad de la conducta dependerá no sólo de la valoración dada a las operaciones por las partes, sino, sobre todo, por la documentación que la soporte. Así, se establecen dos infracciones diferentes para dos tipos de conductas:

- a) La no aportación o la aportación de forma incompleta, inexacta o con datos falsos de la documentación que según la normativa se deba mantener a disposición de la Administración tributaria.
- b) La declaración de un valor que difiera del valor normal de mercado que se derive de la documentación prevista en la normativa.

Las sanciones correspondientes (ver cuadro n.º 2) son:

- a) Cuando no proceda efectuar correcciones valorativas, la sanción será una multa pecuniaria de 1.500 euros por cada dato y 15.000 euros por cada conjunto de datos, omitido, inexacto o falso, referido a cada una de las obligaciones de documentación que se establezcan.
- b) Cuando proceda efectuar correcciones valorativas la sanción será:
  - Si se incumplen las obligaciones de documentación, una multa pecuniaria proporcional del 15% sobre el importe de las cantidades que resulten de las correcciones valorativas de cada operación, con un mínimo del doble de la sanción que correspondería en el caso anterior.
  - Si se cumplen con las obligaciones de documentación y se ha declarado el valor documentado en la declaración del Impuesto sobre Sociedades no se sanciona por la

parte correspondiente a las rentas derivadas de la corrección.

Por tanto, como se puede comprobar, la Administración ha diseñado un régimen que pretende garantizar que los contribuyentes cumplan con las obligaciones de documentación que se establezcan.

### 2.3. Grupo fiscal de sociedades: régimen de consolidación fiscal

El régimen de consolidación fiscal se regula en los artículos 64 a 82 del TRLIS. En concreto, el artículo 67 define el grupo fiscal como el conjunto de sociedades anónimas, limitadas y comanditarias por acciones residentes en territorio español formado por una sociedad dominante y todas las sociedades dependientes de ésta.

Se entiende por sociedad dominante aquella entidad, residente en territorio español, que cumpla los siguientes requisitos:

- a) Que se trate de una entidad con personalidad jurídica propia, sujeta y no exenta al Impuesto sobre Sociedades.

Cuadro n.º 2

#### Régimen sancionador de operaciones vinculadas

		Corrección valorativa	
		Sí	No
Obligación de documentación	Cumplida	Si se ha declarado el valor derivado de la documentación no sancionable.	Actuación correcta.
	Incumplida	Sanción del 15% de la corrección con un mínimo de 30.000€ por dato.	1.500€ por dato y 15.000€ por conjunto de datos omitido.

Fuente: Elaboración propia.

- b) Que tenga una participación directa o indirecta, al menos, del 75% del capital social de otra u otras sociedades el primer día del período impositivo en que sea de aplicación este régimen de tributación y mantenga dicha participación durante todo el período impositivo.
- c) Que no sea dependiente de ninguna otra sociedad residente en territorio español que pueda considerarse dominante.
- d) Que no tribute en el régimen especial de agrupaciones de interés económico, españolas y europeas y de uniones temporales de empresas.

Se entiende por dominada aquella entidad, residente en territorio español, que cumpla los siguientes requisitos:

- a) Que tenga la forma jurídica de sociedad anónima, limitada o comanditaria por acciones y esté sujeta y no exenta del Impuesto sobre Sociedades
- b) Que esté sujeta al mismo tipo de gravamen en el Impuesto sobre Sociedades que la sociedad dominante.
- c) Que al cierre del período impositivo no estén en situación de concurso o incursas en las causas de disolución previstas en el artículo 260 TRLSA aún cuando no tengan la forma de sociedad anónima.

Como puede verse el concepto de grupo fiscal es mucho más limitado que el concepto mercantil y contable del artículo 42 C.Com. Fundamentalmente destaca el porcentaje del 75% de participación exigido para incluir una sociedad en el ámbito de consolidación fiscal, frente al porcentaje del 51% exigido para incluir una sociedad en el ámbito de consolidación contable.

Pero además, el cómputo de participación es muy diferente. El artículo 42 C.Com. atiende al concepto de control ya sea mediante la participación directa o indirecta de la dominante en las dominadas o por el control de la mayoría de votos o el órgano de administración. En cambio, el grupo fiscal hace referencia exclusivamente a la participación en el capital social.

En cuanto a los aspectos básicos del régimen de consolidación fiscal podemos destacar los siguientes:

#### *Determinación de la base imponible*

La base imponible del grupo fiscal se determina sumando las bases imponibles individuales correspondientes a todas y cada una de las sociedades integrantes del grupo fiscal sin incluir en ella la compensación de bases imponibles negativas individuales.

#### *Eliminaciones e incorporaciones de resultados por operaciones internas*

Para determinar la base imponible consolidada, los resultados de las operaciones intragrupo realizadas durante el período se eliminan. En particular, las eliminaciones afectan, entre otras, a las siguientes operaciones:

- a) Dividendos entre sociedades del mismo grupo, respecto de los que proceda la deducción por doble imposición interna, ya que los mismos se eliminarán del resultado. El reparto de dividendos tampoco tendrá incidencia en el pago fraccionado del grupo.
- b) Venta de inmovilizado entre compañías del grupo. Las rentas generadas en estas operaciones son eliminadas al tiempo de determinar la base imponible del grupo fiscal, ya que la base

está integrada por las rentas procedentes exclusivamente de las operaciones realizadas con terceros ajenos al grupo.

Las rentas eliminadas no quedan exentas sino diferidas, dado que se incorporan a la base imponible del grupo en el período impositivo en el que se entiendan realizadas frente a terceros o en el que se produzca la pérdida del régimen de consolidación o la extinción del grupo fiscal.

### ***Compensación de bases imponibles negativas***

Las bases imponibles negativas generadas por cualquier sociedad del grupo pueden compensarse con las positivas generadas por otra, disminuyendo la tributación global.

No obstante, las bases imponibles negativas generadas por cualquiera de las sociedades, antes de su inclusión en el grupo, sólo pueden compensarse con la base imponible del grupo hasta el límite de la base imponible positiva que la propia sociedad aporta al grupo.

En caso de extinción del grupo a efectos fiscales, cada sociedad asumirá el derecho a la compensación de las bases imponibles negativas del grupo en la proporción en que hubiera contribuido a su formación (durante el tiempo que reste del plazo de 15 años desde que se generaron).

### ***Operaciones vinculadas***

Las normas de valoración de operaciones vinculadas son de plena aplicación a las sociedades que tributen en consolidación, si bien las posibles contingencias que pudieran derivarse por la valoración a mercado se reducen significativamente en las operaciones intragrupo que generen un in-

greso para una sociedad del grupo y un gasto para otra sociedad del mismo grupo (operaciones corrientes). Esto es debido a que el resultado de las mismas, en principio, no cambia por el hecho de que se sustituyera el valor pactado por el de mercado, siempre y cuando no se persiga una práctica compensatoria de resultados negativos o deducciones mediante la distorsión en la valoración de las citadas operaciones.

En cuanto a las obligaciones formales y de documentación de operaciones vinculadas, en la actualidad, no existe desarrollo reglamentario que regule esta materia si bien parece lógico deducir una simplificación sustancial de dichas obligaciones en el marco de grupos consolidados. Esta reducción en la documentación de las operaciones vinculadas no afectaría a aquellas realizadas con entidades no residentes.

### ***Aplicación de deducciones, reducciones y bonificaciones***

En los períodos en que se aplique el régimen de consolidación fiscal, los requisitos exigidos normativamente para la aplicación de estas deducciones se entienden referidos al grupo. Cumpliendo estos requisitos, el grupo fiscal puede deducirse de la cuota la suma de las deducciones que generen sus sociedades, incluyendo las que estén en situación de pérdidas.

No obstante, las deducciones generadas, pendientes de aplicación en el momento de su integración en el grupo, pueden deducirse de las cuotas íntegras del grupo, con el límite que hubiera correspondido a dicha sociedad en el régimen individual de tributación.

En cuanto a la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios, no puede

aplicarse a transmisiones efectuadas entre las sociedades del grupo, pero la reinversión exigida por la norma puede ser efectuada por cualquiera de las sociedades del grupo (no sólo por la que obtuvo el beneficio extraordinario), y puede materializarse en elementos adquiridos a otra sociedad del grupo, siempre que sean nuevos.

### ***Inexistencia de obligación de retención e ingreso a cuenta***

No existe obligación de retener en los dividendos o en las participaciones en beneficios, intereses y demás rendimientos satisfechos entre sociedades del grupo, como por ejemplo, retribuciones por el cargo de administrador.

Esta regla produce una ventaja adicional derivada del efecto financiero asociado a la ausencia de retención, ya que en el régimen general puede existir la obligación de soportar retención, que no se recupera hasta el momento de efectuar el pago fraccionado o, en su caso, la declaración del Impuesto sobre Sociedades.

## **3. IMPUESTO SOBRE EL VALOR AÑADIDO**

Al igual que en el caso del nuevo régimen de operaciones vinculadas a efectos del Impuesto sobre Sociedades; la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de Medidas de Prevención del Fraude Fiscal, introdujo con efectos 1 de enero de 2008 el Régimen Especial de Grupos de Entidades (en adelante, REGE) a efectos del Impuesto sobre el Valor Añadido (en adelante, IVA).

El legislador español, habilitado por la Directiva comunitaria que armoniza a nivel comunitario el IVA, ha transpuesto al orde-

namiento jurídico un régimen de grupos de sociedades que presenta determinadas similitudes al régimen de consolidación fiscal existente en el Impuesto sobre Sociedades y que sea España como una de las pocas jurisdicciones europeas con dicho régimen.

En particular, debe señalarse que la idea principal subyacente de este régimen es la posibilidad de que los grupos de entidades, en los términos definidos por la propia Ley, puedan declarar y liquidar el impuesto como si fuesen un único sujeto pasivo del IVA, de manera que el resultado de la liquidación del impuesto del grupo sea único: que sea el procedente de la agregación y compensación de los resultados individuales de cada una de las entidades integrantes del mismo.

Debemos precisar que la aplicación del régimen de grupos en IVA es totalmente independiente del hecho de que el grupo consolide contablemente, así como de la existencia de grupo de consolidación fiscal a efectos del Impuesto sobre Sociedades, de tal manera que es posible tributar como grupo en uno de ellos y en el otro no.

A continuación expondremos los requisitos exigidos para la aplicación de este régimen especial, las principales características del mismo y finalmente concluiremos con determinados aspectos formales cuyo conocimiento deviene como imprescindible.

### **3.1. Delimitación del grupo de entidades**

Están facultados para aplicar este régimen especial los empresarios o profesionales que formen parte de un grupo de entidades a efectos del IVA, considerándose como tal el constituido por una entidad dominante y sus entidades dependientes.

Por otra parte, sólo podrán formar parte de un grupo de IVA aquellas entidades (ya sean dominantes o dependientes) cuyas sedes de actividad económica se encuentren en territorio de aplicación del IVA español, es decir, quedan excluidas las entidades radicadas en Canarias, Ceuta, Melilla u otros Estados.

Entidad dominante es aquella en la que concurren los siguientes requisitos:

- a) Tener personalidad jurídica propia. No obstante, los establecimientos permanentes ubicados en el territorio de aplicación del Impuesto podrán tener la condición de entidad dominante.
- b) Tener una participación, directa o indirecta, de, al menos, el 50% del capital de otras entidades.
- c) Mantener dicha participación durante todo el año natural.
- d) No ser dependiente de ninguna otra entidad en territorio de aplicación del IVA español que reúna los requisitos para ser considerada como dominante.

Entidad dependiente es, por tanto, aquella participada en al menos un 50% por una entidad dominante durante todo el año natural. Además, debe tenerse en cuenta que un establecimiento permanente ubicado en el territorio de aplicación del Impuesto no podrá constituir por sí mismo una entidad dependiente. Asimismo, una entidad no podrá formar parte de dos grupos de IVA al mismo tiempo.

Debe tenerse en cuenta que, a diferencia del régimen especial de consolidación fiscal del Impuesto sobre Sociedades, la composición del grupo para la aplicación de este régimen especial del IVA tiene carácter voluntario, con lo cual pueden elegirse las so-

iedades que integrarán dicho grupo, en la medida en que cumplan los requisitos mencionados.

### 3.2. Contenido del régimen especial

El REGE prevé un contenido básico de aplicación a todos los grupos que opten por dicho régimen, así como una modalidad avanzada, que implica una segunda opción, optando expresamente por la misma en los términos y con las consecuencias que más adelante se indican.

#### *Contenido básico del régimen*

El contenido básico aplicable a todos los grupos que opten por la aplicación del referido régimen consiste en determinar las cuotas del IVA de forma individual para cada una de las entidades integrantes del grupo de entidades, y agregar dichas cuotas en una declaración conjunta. Así, la determinación de la cuota tributaria del grupo exigirá la realización de las siguientes operaciones:

- a) Los resultados de las liquidaciones individuales de las entidades que formen parte del grupo serán agregados en la declaración del grupo.
- b) Los saldos individuales a compensar aportados al grupo no podrán ser compensados en liquidaciones individuales posteriores, con independencia de que resulte de aplicación o no el régimen de grupos. Esta regla general se exceptúa en los supuestos de pérdida del régimen del grupo de entidades, cuando existan cantidades pendientes de compensación para las entidades que lo conforman. En tal caso, las cantidades pendientes de

compensación se imputarán a las entidades pertenecientes al grupo, en proporción al volumen de operaciones de las mismas durante el último año natural en el que el régimen especial hubiera sido de aplicación; sin atender al origen de las cuotas.

- c) Cuando el resultado de esta agregación determine una cuota negativa, este saldo podrá ser compensado en los cuatro años siguientes en las declaraciones del grupo, o se podrá solicitar su devolución, en la declaración correspondiente al mes de diciembre, por la entidad dominante.
- d) Corresponderá a la sociedad dominante efectuar el ingreso de las cuotas que corresponda, en caso de que el resultado de la liquidación agregada sea positivo; sin perjuicio de que todas las entidades del grupo serán responsables solidarias del pago de la deuda tributaria en régimen especial.

En consecuencia, el funcionamiento básico del REGE consiste en que las entidades del grupo con cuotas a ingresar las compensen total o parcialmente con las entidades que tienen cuotas a compensar. Con esta medida se pretende eliminar el problema financiero que los grupos de sociedades puedan tener en determinados ejercicios, en los que parte de sus sociedades ingresen mensual o trimestralmente las cuotas de IVA positivas por operaciones realizadas, mientras que otras sociedades del grupo con declaraciones-liquidaciones de IVA a compensar no puedan solicitar la devolución de dichas cuotas de IVA hasta el mes de enero del año siguiente, tal y como se pone de manifiesto en el siguiente ejemplo.

### Ejemplo n.º 1

Si en un determinado mes la sociedad A tuviera una cuota a compensar de 1.000 unidades monetarias (en adelante u.m.), la sociedad B tuviera una cuota a ingresar de 700 u.m. y la sociedad C tuviera una cuota a ingresar de 500 u.m., el importe a ingresar en función de la aplicación o no del régimen especial sería el que se puede ver en el cuadro n.º 3.

Por lo tanto, por el mero hecho de optar por este régimen, se conseguiría que la cuota a compensar de la sociedad A por importe de 1.000 u.m. se compensara inmediatamente con las cuotas a ingresar de las sociedades B y C, sin que fuera preciso esperar a solicitar su devolución, con el consiguiente efecto financiero que de la misma se derivaría.

### *Modalidad avanzada*

La modalidad avanzada de grupos en IVA es de carácter voluntario para el grupo, pues para su aplicación se exige opción expresa, distinta e independiente a la de la opción por el régimen especial y se referirá a que todas las entidades formen parte del grupo. Esta segunda opción, que tendrá una validez mínima de 1 año, debe adoptarse por acuerdo del órgano de administración de cada una de las entidades y la sociedad dominante debe comunicarla a la Administración tributaria en los términos mencionados previamente.

Esta modalidad se estructura sobre la separación de las operaciones intragrupo del resto de actividades desarrolladas por el mismo, estableciendo una regla especial para la determinación de la base imponible en operaciones efectuadas entre entidades del grupo, la cual evita sobrecostes, si bien



Cuadro n.º 3

**Ejemplo n.º 1. Liquidación del IVA aplicando o no el régimen especial**

Sin aplicación del régimen especial		Aplicando el régimen especial	
Cuota IVA Soc. A	-1.000	Cuota IVA Soc. A	-1.000
Cuota IVA Soc. B	700	Cuota IVA Soc. B	700
Cuota IVA Soc. C	500	Cuota IVA Soc. C	500
<b>Total a ingresar</b>	<b>1.200</b>	<b>Total a ingresar</b>	<b>200</b>
<b>Pendiente de devolución</b>	<b>1.000</b>	<b>Pendiente de devolución</b>	<b>0</b>

Fuente: Elaboración propia.

exige la llevanza y conservación de un sistema de información analítico de las operaciones intragrupo. Las características principales de esta modalidad avanzada son las siguientes:

En primer lugar, la base imponible de las entregas de bienes y prestaciones de servicios realizadas en el territorio de aplicación del IVA entre las entidades del grupo estará determinado por el coste de los bienes y servicios utilizados directa o indirectamente, total o parcialmente, en su realización y por los cuales se haya soportado o satisfecho efectivamente el IVA.

Cuando los bienes utilizados tengan la condición de bienes de inversión, la imputación de su coste se deberá efectuar por completo dentro del período de regularización de cuotas correspondientes a dichos bienes. A este respecto, si los bienes de inversión no son destinados exclusivamente a la realización de operaciones intragrupo, sino que el destino a estas operaciones es parcial, únicamente se repercutirá la parte proporcional del coste<sup>2</sup>.

Esta regla especial en la determinación de la base imponible supone que la base imponible del IVA correspondiente a las operaciones intragrupo no estará formada por el coste de los bienes y servicios respecto de los cuales no se hayan soportado o satisfecho cuotas de IVA (como, por ejemplo, gastos de personal o gastos financieros), ni incluirá el margen de beneficio de la operación, tal y como se pone de manifiesto en el siguiente ejemplo.

**Ejemplo n.º 2**

La sociedad A, como sociedad cabecera de un grupo de sociedades, presta determinados servicios de gestión y administración a la sociedad B que, por realizar (por ejemplo) alguna actividad exenta, bien de formación, sanitarias, financieras o inmobiliarias, aplica una prorrata del 5%. Para ello, la sociedad A recibe aprovisionamientos por valor de 1.000 u.m., por los cuales ha soportado cuotas de IVA. Además, incorpora gastos de personal imputables por im-

<sup>2</sup> De acuerdo con el artículo 108 de la LIVA, tienen la consideración de bienes de inversión los bienes corporales, muebles, semovientes o inmuebles que, por

su naturaleza y función, estén normalmente destinados a ser utilizados por un período de tiempo superior a un año como instrumentos de trabajo o medios de explotación.

Cuadro n.º 4

**Ejemplo n.º 2. Liquidación del IVA aplicando o no la modalidad avanzada**

Sin aplicación de la modalidad avanzada		Aplicando la modalidad avanzada	
Aprovisionamientos	1.000	Aprovisionamientos	1.000
Gastos de personal	8.000		
Margen	1.000		
<b>Base imponible</b>	<b>10.000</b>	<b>Base imponible</b>	<b>1.000</b>
Tipo gravamen	16%	Tipo gravamen	16%
<b>Total cuota IVA</b>	<b>1.600</b>	<b>Total cuota IVA</b>	<b>160</b>
<b>IVA deducible (5%)</b>	<b>80</b>	<b>IVA deducible (5%)</b>	<b>8</b>
<b>IVA no deducible (95%)</b>	<b>1.520</b>	<b>IVA no deducible (95%)</b>	<b>152</b>

Fuente: Elaboración propia.

porte de 8.000 u.m. y su margen habitual sería de 1.000 u.m. Pues bien, la base imponible del IVA de la prestación de servicios de la sociedad A a la sociedad B sería la que podemos ver en el cuadro n.º 4, en función de si ambas tributan en el régimen de grupo de entidades y aplican la modalidad avanzada.

Por tanto, si no se aplicara la modalidad avanzada, la base imponible sería a la contraprestación, esto es, la totalidad de los costes soportados (con independencia de que sobre ellos se haya soportado o no IVA), más el margen de la operación, y el IVA repercutido ascendería al 16% del total, que al ser parcialmente deducible para la sociedad B (sólo un 5%), supondría un mayor coste para la misma por importe de 1.520 u.m.

Por el contrario, si se aplicara el régimen especial en su modalidad avanzada, la base imponible del IVA se reduciría solamente a los costes soportados por la sociedad A con IVA, es decir, a 1.000 u.m y

por lo tanto, el IVA soportado ascendería a 160 u.m. con un mayor coste para la sociedad B por importe de 152 u.m., ya que 8 u.m. serían deducibles.

La segunda característica peculiar de esta modalidad avanzada, es que las mencionadas operaciones intragrupo constituirán un sector diferenciado a efectos de deducibilidad del IVA soportado, entendiéndose afectos al mismo todos los bienes y servicios utilizados directa o indirectamente, total o parcialmente, en su realización y por los cuales se haya soportado o satisfecho efectivamente el IVA.

Es decir, el total de las operaciones intragrupo se trataría como un todo a los efectos de considerar si el IVA soportado, por los bienes y servicios utilizados para realizar dichas operaciones intragrupo, es deducible. Así, serán fiscalmente deducibles las cuotas soportadas o satisfechas por la adquisición de bienes y servicios destinados directa o indirectamente, total o parcialmente, a la realización de estas ope-

raciones, siempre que dichos bienes y servicios se utilicen en la realización de operaciones que generen el derecho a la deducción.

De esta manera las cuotas del IVA soportadas por la adquisición de bienes adquiridos para la realización de operaciones intragrupo que den lugar a operaciones sujetas y no exentas al IVA podrán ser objeto de deducción total; en cambio, por la realización de operaciones que fueran sujetas y exentas al impuesto no serían fiscalmente deducibles.

Como tercera característica y para mitigar en todo caso la deducción parcial de las cuotas de IVA soportadas, esta modalidad concede a las sociedades que formen parte del grupo la facultad de renuncia, ejercitable operación por operación, de todas las exenciones previstas en el artículo 20.1 de la Ley del IVA, y no sólo de las inmobiliarias. Esta renuncia debe realizarse mediante la expedición de una factura en la que conste la repercusión del Impuesto, en su caso, y una referencia al artículo 163 sexies.cinco de la Ley del IVA.

En virtud de dicha habilitación, nuestra sociedad A podría renunciar a la exención en el IVA por las operaciones financieras que realizara con empresas del grupo de entidades, así los préstamos concedidos a sus participadas (y miembros del grupo de entidades) podrían estar sujetos al IVA en su totalidad o bien parcialmente, de tal manera que se redujera el importe de los ingresos provenientes de actividades exentas y, en consecuencia, se redujera el importe del IVA soportado no deducible de la sociedad A, tal y como se pone de manifiesto en el siguiente ejemplo:

### Ejemplo n.º 3

La sociedad A realiza un préstamo por importe de 1.000.000€ que, en principio estaría sujeto y exento del IVA, a dos entidades del grupo: la sociedad B tiene derecho a deducirse la totalidad de las cuotas de IVA soportadas, mientras que la sociedad C tiene una prorrata del 5%. Para la realización de dicha actividad, la sociedad A recibe prestaciones de servicios y bienes por valor de 10.000 u.m. por los cuales ha soportado cuotas de IVA. Además, incorpora gastos de personal imputables a dicho servicio por importe de 6.000 u.m., siendo su margen habitual en este tipo de transacciones el 5% sobre el importe prestado, es decir, 50.000 u.m. En el cuadro n.º 5 analizamos cómo afectaría la renuncia a la exención por parte de la sociedad A cuando el destinatario es la sociedad B y la sociedad C.

Por lo tanto, puede observarse que la aplicación de la modalidad avanzada del régimen especial resulta conveniente en el caso de que el destinatario tenga derecho pleno a la deducción del IVA soportado (sociedad B), mientras que en supuestos como el de la sociedad C, en el que el destinatario tiene limitado el derecho a la deducción del IVA soportado, conviene no renunciar a dicha exención.

En conclusión, las principales ventajas de esta modalidad avanzada para los grupos de sociedad son las siguientes:

- a) En las prestaciones de servicios de gestión y administración, el nivel avanzado permitirá que en aquellas sociedades participadas que no tengan derecho a deducirse la totalidad de las cuotas de IVA soportadas por encontrarse en prorrata, la regla especial de determinación de la base imponi-

Cuadro n.º 5

**Ejemplo n.º 3. Modo de afectación de la renuncia a la exención del IVA**

Destinatario Soc. B: Soc. A no renuncia a la exención		Destinatario Soc. B: Soc. A renuncia a la exención	
IVA soportado por Soc. A	Base: 10.000 Cuota: 1.600	IVA soportado por Soc. A	Base: 10.000 Cuota: 1.600
IVA soportado por Soc. B	Base: 0 Cuota: 0	IVA soportado por Soc. B	Base: 50.000 Cuota: 8.000
<b>IVA no deducible</b>	<b>1.600</b>	<b>IVA no deducible</b>	<b>0</b>
<b>IVA repercutido</b>	<b>0</b>	<b>IVA repercutido</b>	<b>8.000</b>
<b>IVA deducible</b>	<b>0</b>	<b>IVA deducible</b>	<b>9.600</b>

Destinatario Soc. C: Soc. A no renuncia a la exención		Destinatario Soc. C: Soc. A renuncia a la exención	
IVA soportado por Soc. A	Base: 10.000 Cuota: 1.600	IVA soportado por Soc. A	Base: 10.000 Cuota: 1.600
IVA soportado por Soc. C	Base: 0 Cuota: 0	IVA soportado por Soc. C	Base: 50.000 Cuota: 8.000
<b>IVA no deducible</b>	<b>1.600</b>	<b>IVA no deducible</b>	<b>7.600</b>
<b>IVA repercutido</b>	<b>0</b>	<b>IVA repercutido</b>	<b>8.000</b>
<b>IVA deducible</b>	<b>0</b>	<b>IVA deducible</b>	<b>2.000</b>

Fuente: Elaboración propia.

ble supone una disminución de costes (cuotas de IVA soportado no deducibles). Esto es así porque la base imponible no estará integrada por el margen de beneficio ni por los costes sobre los que la entidad que entregue el bien o preste el servicio no haya soportado IVA, sino solamente por aquella parte del coste del servicio que se corresponda con gastos sujetos y no exentos al IVA.

- b) Asimismo, en el caso de operaciones exentas, como las financieras, el nivel avanzado permite renunciar a la exención operación por operación, de tal

manera que los préstamos concedidos a entidades con prorrata del 100% podrían repercutir el impuesto de tal manera que se generara IVA no deducible alguno. Ya que la sociedad que realice la operación intragrupo repercutirá el Impuesto y la destinataria tendrá derecho a la deducción del mismo. Por otro lado los préstamos a sociedades que tengan limitado el derecho a la deducción del IVA soportado podrían ir sin IVA y se evitaría que la sociedad destinataria soportara un IVA irrecuperable. De todas formas por realizar una operación exenta la prestataria tendría limitado parcial-

mente el importe del IVA soportado correspondiente a los bienes y servicios afectos a la actividad financiera.

En definitiva y tal y como se puede apreciar, además de la modalidad básica, la cual resulta beneficiosa en todo caso, (bien porque existan sociedades con cuotas de IVA a compensar y otras con cuotas a ingresar o bien por operaciones puntuales que podrían generar importantes cuotas de IVA a compensar), la aplicación de la modalidad avanzada podría aumentar la deducibilidad del IVA soportado de sociedades que realicen actividades financieras intragrupo, así como minorar el coste que el IVA soportado de sociedades en prorrata, como consecuencia de servicios intragrupo sujetos al impuesto.

### 3.3. Especialidades relativas a las liquidaciones del grupo

Las entidades acogidas a este régimen, cuya opción tendrá una validez mínima de 3 años, deberán cumplir con todas las obligaciones tributarias que les correspondan como sujetos pasivos del impuesto, previstas en el artículo 164 de la Ley del IVA, con la salvedad del ingreso de la deuda tributaria o la solicitud de su compensación o devolución.

En especial, deberán presentar declaraciones-liquidaciones mensuales con independencia de su volumen de operaciones, aunque sin proceder al ingreso de las cantidades que de ellas se deriven. De esta forma, cada entidad deberá determinar su cuota tributaria del periodo y presentar la correspondiente liquidación conforme a las normas que le resulten aplicables.

Por su parte, la sociedad dominante, en su calidad de representante del grupo a los

efectos en este régimen, deberá presentar las declaraciones-liquidaciones periódicas agregadas del grupo de entidades una vez presentadas las declaraciones liquidaciones individuales (incluida la de la entidad dominante), procediendo, en su caso, al ingreso de la deuda tributaria o a la solicitud de compensación o devolución.

Las mencionadas declaraciones-liquidaciones deberán presentarse durante los 20 primeros días naturales del mes siguiente al correspondiente periodo de liquidación mensual, según los modelos de declaración-liquidación individual y agregada aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda mediante la Orden EHA/3434/2007, de 23 de noviembre: modelo 322 para las autoliquidaciones individuales, y modelo 353 para las autoliquidaciones agregadas.

### 3.4. Requisitos formales para la aplicación del régimen especial

En la medida en que la aplicación del régimen de grupos en IVA es voluntaria para todas las entidades que lo compongan, el artículo 163 sexies de la Ley del IVA establece que cada entidad que quiera formar un grupo a efectos del IVA, a través de su Consejo de Administración u órgano que ejerza funciones equivalentes, deberá acordar individualmente su integración en el grupo antes del inicio del año natural en que vaya a resultar de aplicación el régimen especial, es decir, antes de 31 de diciembre del año anterior al de inicio de aplicación del régimen.

Posteriormente, la sociedad dominante deberá comunicar la siguiente información al órgano competente de la Administración tributaria en el mes de diciembre anterior al inicio del año natural en el que deba surtir

efecto la aplicación del régimen especial, a través del modelo «039 Comunicación de datos», correspondiente al Régimen especial del Grupo de Entidades en el IVA, aprobado por la Orden EHA/3434/2007, de 23 de noviembre.

Asimismo, la sociedad dominante deberá comunicar a la Administración tributaria durante el mes de diciembre de cada año natural respecto al siguiente la relación de entidades del grupo que apliquen el régimen especial, identificando las entidades que motiven cualquier alteración en su composición respecto a la del año anterior, en su caso. En el caso de que se hayan incorporado entidades al grupo en el mes de diciembre, la información relativa a dichas entidades se podrá presentar hasta el 20 de enero siguiente. En este último supuesto, deberá aportarse copia de los acuerdos por los que las entidades que se incorporen al grupo opten por el régimen especial.

Por último, también se comunicará a la Administración tributaria la renuncia al régimen especial en el mes de diciembre anterior al inicio del año natural en el que deba surtir efecto, tanto en lo relativo a la renuncia del total de entidades que apliquen el régimen especial como en cuanto a las renunciaciones individuales.

La falta de adopción en tiempo y forma de los mencionados acuerdos del órgano de administración impedirá la aplicación del régimen por la entidad, sin que ello afecte a aquellas entidades del grupo que sí hayan cumplido con los requisitos formales, entre las que, necesariamente, debe encontrarse la entidad dominante. Es decir, el incumplimiento de los requisitos por parte de alguna sociedad sólo perjudica a esta, y no al resto del grupo, pero quien debe cumplir en todo caso con los mismos es la sociedad dominante.

La opción por el régimen especial vinculará a la sociedad durante un período mínimo de 3 años, tras los cuales se entenderá prorrogada, salvo renuncia expresa. La renuncia a la aplicación del régimen también vincula a la entidad por un período mínimo de tres años; es decir, no podrá optar por su aplicación durante los tres años posteriores a la renuncia.

No obstante, debe tenerse en cuenta que, en caso de que se opte por la modalidad avanzada, la opción por la misma tendrá una validez mínima de 1 año, entendiéndose igualmente prorrogada salvo renuncia, la cual tendrá una validez de 1 año. Sin embargo, esta renuncia no impide que las entidades que formen el grupo continúen aplicando el régimen especial «básico».

### 3.5. Sistema de información analítica

La aplicación de la modalidad avanzada del régimen especial conlleva el deber de confeccionar y conservar un sistema de información analítica basado en criterios razonables de imputación de los bienes y servicios utilizados en la realización de las operaciones intragrupo, que deberá reflejar la utilización sucesiva de dichos bienes y servicios hasta su aplicación final fuera del grupo, e incluir una memoria justificativa de los criterios de imputación utilizados, que deberán ser homogéneos y mantenerse durante todos los periodos en los que sea de aplicación el régimen especial, salvo modificación por causas razonables. Dicho sistema de información deberá conservarse durante el plazo de prescripción del Impuesto.

El incumplimiento de la obligación de su confección y conservación determina la pérdida del régimen especial (tanto en su modalidad básica como avanzada) y la

vuelta al régimen individual, además de constituir una infracción tributaria grave de la sociedad dominante, sancionada con una multa pecuniaria del 2% del volumen total de operaciones del grupo.

La existencia de inexactitudes u omisiones en el sistema de información, constituirá una infracción tributaria grave por parte de la entidad dominante, que será sancionada con una multa pecuniaria proporcional del 10% del importe de los bienes y servicios adquiridos a los terceros a los que se refiera la información inexacta u omitida.

Debe tenerse en cuenta que ambas sanciones son compatibles con las que procedan por la aplicación de los artículos 191, 193, 194 y 195 de la Ley General Tributaria, si bien las sanciones previstas en los artículos 191 y 193 no podrán tener la calificación de graves o muy graves.

### 3.6. Actuaciones de comprobación e investigación

Las actuaciones de comprobación e investigación relacionadas con la aplicación del régimen de grupos se entenderán, en principio, con la sociedad dominante, como representante del grupo, si bien podrán entenderse igualmente con las sociedades dependientes.

Las actuaciones de comprobación e investigación realizadas a cualquiera de las entidades del grupo interrumpirán el plazo de prescripción para todas las entidades del mismo.

El hecho de tributar en este régimen habilita a la Inspección a ampliar a 24 meses la duración de las actuaciones de comprobación e inspección, por concurrir una circunstancia de especial complejidad.

La entidad dominante será sujeto infractor por los incumplimientos de las obliga-

ciones específicas del régimen de grupos, respondiendo solidariamente del pago de las sanciones todas las entidades del grupo, y sin perjuicio de su responsabilidad individual en el incumplimiento de sus propias obligaciones tributarias.

## 4. EL CONCEPTO DE GRUPO EN OTROS IMPUESTOS: EL IMPUESTO SOBRE TRANSMISIONES PATRIMONIALES Y ACTOS JURÍDICOS DOCUMENTADOS Y EL IMPUESTO SOBRE ACTIVIDADES ECONÓMICAS

### 4.1. El Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (artículo 108 de la Ley del Mercado de Valores)

El artículo 108 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), en su última redacción dada por la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal, regula la tributación de la transmisión de valores en el IVA y en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (en adelante ITPAJD). Con carácter general se declaran exentas las transmisiones de valores, admitidas o no a negociación en mercados secundarios, en ambos impuestos. De todas formas existen importantes excepciones: Tributarán por ITPAJD como transmisión onerosa de bienes inmuebles, entre otros supuestos cuando los valores o participaciones transmitidos o adquiridos representen partes alícuotas del capital social en entidades cuyo activo esté compuesto en, al menos un 50% por inmuebles radicados en España siempre que como resultado de dicha transmisión el adquirente, directa o indirectamente,

tamente, obtenga un porcentaje superior al 50% del capital sobre esas entidades o, una vez obtenido dicho porcentaje, aumente la cuota de participación. A estos efectos, añade el artículo, se computarán también como participación del adquirente los valores de las demás entidades pertenecientes al mismo grupo de sociedades.

Una de las novedades que presenta la nueva redacción del artículo 108 LMV, es la inclusión, en el cómputo de participación, del resto de entidades pertenecientes al mismo grupo que la adquirente. La norma no define un concepto de grupo por lo que debe atenderse, en nuestra opinión, al concepto de grupo del artículo 42 C.Com. Esta novedad tiene su origen, entre otros supuestos, en sujetar a tributación aquellas adquisiciones realizadas por varias sociedades pertenecientes al mismo grupo de entidades pero en las que ninguna de ellas adquiriría el control evitando de este modo, la tributación por transmisiones patrimoniales onerosas<sup>3</sup>. Con la nueva regulación estas adquisiciones quedarían sujetas. No obstante, la norma parece diferenciar las adquisiciones realizadas por entidades, de las realizadas por personas físicas. En efecto, el penúltimo párrafo del apartado 2, letra a) del artículo 108 LMV dice:

«Tratándose de sociedades mercantiles, se entenderá obtenido dicho control cuando directa o indirectamente se alcance una participación en el capital social superior al 50%. A estos efectos se computarán también como participación del adquirente los valores de las demás entidades pertenecientes al mismo grupo de sociedades.»

En nuestra opinión, la referencia a sociedades mercantiles debe predicarse de la sociedad inmobiliaria y no de la entidad adquirente. Así, si la entidad inmobiliaria tiene naturaleza mercantil se establece una presunción *iuris et de iure* de obtención del control dado que es una participación en el capital social superior al 50%. A *contrario sensu*, si la entidad no tuviese naturaleza mercantil (una Sociedad Agraria de Transformación, podría entenderse obtenido el control, por ejemplo, a través del control de los órganos de gestión dado que la norma no establece ninguna presunción al respecto.

Dicho esto, el cómputo del 50% debe realizarse en dos fases. En primer lugar computando la participación directa e indirecta del adquirente. En este punto, la norma no especifica quién es el adquirente por lo que debe computarse la participación directa o indirecta tanto si el adquirente es una entidad como una persona física. En segundo lugar, debe computarse los valores de las demás entidades pertenecientes al mismo grupo de sociedades. Aquí, la norma limita el cómputo a las entidades del grupo de sociedades, sin referirse a personas físicas, consecuencia lógica de la remisión al artículo 42 CCom. que se refiere exclusivamente a sociedades. Si el legislador hubiese querido incluir a las personas físicas es de prever que lo hubiese previsto expresamente como ocurre en el concepto de grupo a efectos de aplicar el régimen de pymes, tal como hemos comentado. Nos encontramos, por tanto, ante una situación en la que personas físicas y entidades tienen un trato desigual. Por una parte, al determinar la participación directa e indirecta se incluyen sociedades y personas físicas y, por otra parte, al determinar la participación a nivel de grupo, se excluyen las personas físicas. Este trato desigual puede dar

<sup>3</sup> No obstante, el Tribunal Económico Administrativo Central, en Resolución 2761/2002, de fecha 5-03-2003, consideró sujetas al impuesto las adquisiciones de participaciones en una entidad inmobiliaria a través de sociedades del mismo grupo al considerar que se daba la existencia de simulación, tal como establecía el artículo 25 de la anterior Ley General Tributaria.



lugar a conclusiones diferentes ante un mismo resultado final.

Veamos un ejemplo, supongamos una persona física que participa en el 100% de una entidad que, a su vez, participa en un 40% en una sociedad inmobiliaria. Si la persona física adquiere directamente un 20% de la sociedad inmobiliaria, el porcentaje de participación indirecto, el 100% del 40%, junto al porcentaje directo recién adquirido, un 20%, otorga a ésta el control de la sociedad inmobiliaria por lo que la operación estará sujeta al impuesto. Ahora bien, supongamos que inicialmente la persona física participa directamente en un 20% de la sociedad inmobiliaria y en otra sociedad al 100% la cual no detenta participación alguna en la sociedad inmobiliaria. Si esta última sociedad adquiere el 40% de la sociedad inmobiliaria participará directamente en dicho porcentaje sin que quepa computar como participación indirecta el 20% perteneciente a la persona física y, a su vez, tampoco cabrá incluir dicho 20% a nivel de grupo pues la persona física no pertenece al mismo. En esta hipótesis, con un resultado idéntico al primer supuesto pero en el que el orden de las operaciones se ha modificado, no cabría sujetar la adquisición al impuesto.

#### 4.2. **El Impuesto sobre Actividades Económicas**

El artículo 82 del Real Decreto Legislativo 2/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales establece la exención del IAE de los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades que tengan un importe neto de cifra de negocios inferior al millón de euros.

Al objeto de aplicar la referida exención, la norma establece la obligación de computar como cifra neta de negocios el importe total de la cifra de negocios del grupo de sociedades al que la entidad pertenezca. De esta manera el concepto de grupo de sociedades, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 42 del Código de Comercio en los términos de la sección 1.<sup>a</sup> del capítulo I de las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas, aprobadas por Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre determina la aplicación de la exención total por este impuesto.

### 5. **CONCLUSIÓN**

A nadie se le escapa la enorme importancia económica de las transacciones intragrupo, de ahí, la especial sensibilidad del legislador fiscal frente a los grupos de empresas y su intención de regular las principales relaciones intragrupo, en contraposición a la aparente apatía del legislador mercantil que, al margen de la normativa sobre consolidación contable, se ha limitado a definir el concepto de grupo. En esta línea, con el nuevo régimen de grupos de IVA, el legislador fiscal incluye regímenes especiales aplicables a los grupos de sociedades en los dos principales impuestos que gravan la actividad económica. En efecto, el Impuesto sobre Sociedades, además de las continuas menciones al artículo 42 C.Com., incluye, por un lado, el régimen de consolidación fiscal y, por otro y no menos importante, la regulación sobre operaciones vinculadas recientemente modificada. A estos regímenes se ha añadido en el Impuesto sobre el Valor Añadido, como hemos visto, el nuevo régimen de grupos de enorme trascendencia práctica.

Por otra parte, pensemos que la aplicación del régimen de grupos, tanto en el Impuesto sobre Sociedades como en el IVA, exige en la práctica la existencia de una sociedad dominante que detente la titularidad de las sociedades dominadas, situación que no se da en grupos horizontales en los que una o varias personas físicas participan directamente en las entidades del grupo. Para alcanzar esta estructura jurídica en la que existe una sociedad dominante es necesario, en la mayoría de los casos, realizar una o varias operaciones de reestructuración reguladas en el capítulo VIII, Título VII del TRLIS, normalmente fusiones, canjes de valores o aportaciones no dinerarias. La aplicación del régimen de neutralidad fiscal previsto para este tipo de operaciones exige, conforme a lo dispuesto en el artículo 96.2 del TRLIS, la concurrencia de motivos económicos válidos, tales como la reestructuración o racionalización de las actividades de las entidades que participan en la operación y excluye su aplicación cuando la operación se realice con la mera finalidad de conseguir una ventaja fiscal.

Pues bien, la Dirección General de Tributos (DGT), entre otras, en consultas vinculantes números V0251-06, V1475-07 y V1432-08, en relación con operaciones de canje de valores en las cuales se aportan varias sociedades a una sociedad *holding*, ha admitido como motivo económico válido el hecho de que una vez realizada la operación planteada, la sociedad *holding* tenga la posibilidad de optar por el régimen de consolidación fiscal y grupos de IVA. Así, la doctrina de la DGT permite a aquellos grupos de sociedades creados en virtud de operaciones de reestructuración empresarial acogidas al capítulo VIII, optar por el régimen de consolidación fiscal o de grupos de IVA sin temor a que se cuestione la motivación económica de la operación de reestructuración. De esta forma se facilita y amplía el acceso a estos regímenes tanto a grupos de sociedades que ya cumplen los requisitos exigidos como a aquellos otros que sin cumplirlos, pueden llegar a cumplirlos mediante operaciones relativamente sencillas de reestructuración empresarial.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVAREZ SUSO, MARCOS Y ROMERO DE LA VEGA, ANTONIO (2007): «El nuevo régimen especial del grupo de entidades». *Revista Actum*, Abril.
- BOTELLA GARCIA-LASTRA, CARMEN (2001): «La importancia de la motivación económica de las operaciones de concentración y reestructuración empresarial y su incidencia fiscal». *Revista de Contabilidad y Tributación del CEF*, 224.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2005): «Communication from the commission to the council, the European Parliament and the European Economic and Social Committee on the work of the EU Joint Transfer Pricing Forum on transfer pricing documentation for associated enterprises in the EU». Brussels.
- DUQUE DOMINGO, JUSTINO (2002): «El concepto de grupo de sociedades y su desarrollo en el Derecho español. Derecho de sociedades». Libro homenaje al profesor FERNANDO SANCHEZ CALERO. Editorial Mc Graw Hill.
- GIL DEL CAMPO, MIGUEL (2007): «La nueva Ley de Prevención del Fraude Fiscal». CISS, Grupo Wolters Kluwer.
- LÓPEZ SANTACRUZ MONTES, JOSÉ ANTONIO Y ORTEGA CARBALLO, ENRIQUE (2006 Y 2007): «Memento práctico Francis-Lefebvre grupos consolidados».
- OCDE (2003): «Directrices aplicables en materia de precios de transferencia a empresas multinacionales y administraciones tributarias».
- OCDE COMITÉ ON FISCAL AFFAIRE (2005): «Model Tax Convention on Income and on Capital».
- SANZ GADEA, EDUARDO (2004): «Operaciones vinculadas». *Revista de Contabilidad y Tributación del CEF*, 252.
- TRAPE VILADOMAT, MONTSERRAT (2005): «El Foro sobre precios de transferencia en la Unión Europea. Nuevas tendencias en economía y fiscalidad internacional». Septiembre – Octubre, 825.
- VICENT CHULIA, FRANCISCO (2008): «Introducción al Derecho Mercantil». Editorial Tirant lo Blanch.

# *El significado jurídico de los grupos de sociedades. La corporate governance*

Los grupos de sociedades constituyen una realidad empresarial característica de nuestro tiempo en la que se ejerce, por la entidad que encabeza el grupo, una dirección unificada sobre las diversas personas jurídicas, normalmente sociedades, que lo componen. La dialéctica unidad económica-pluralidad jurídica caracteriza al grupo y es el factor que dificulta el logro de un régimen jurídico adecuado para el mismo. No han faltado los intentos por conseguirlo, no sólo en los diversos ordenamientos jurídicos nacionales, sino también en la Unión Europea. Salvo algunas excepciones (como es el caso de Alemania o Portugal), el tratamiento de los grupos se orienta, dentro de la *corporate governance*, hacia la autorregulación, sin perjuicio de la existencia de ciertas normas legales sobre la figura. Pero, más en general, este planteamiento podría realizarse a través de instrumentos, como el «contrato de grupo», compatible con el vigente Derecho español, y fórmula idónea para establecer bases sólidas sobre su régimen jurídico.

*Sozietate-taldeak oso enpresa-errealitate esanguratsua dira gaur egunean: talde horietan, buru den erakundeak norabide komuna ematen die taldea osatzen duten bateko eta besteko pertsona juridikoei (normalki, sozietateak izaten dira). Batasun ekonomikoa versus aniztasun juridikoa, dialektika horixe da taldearen bereizgarri nagusia eta baita, aldi berean, talde horietarako araubide juridiko egokia lortzeko oztopo handiena ere. Eta, egin, egin izan dira makina bat ahalegin araubide hori mamitzeko, ez soilik estatu bakoitze antolamendu juridikotan, baita Europar Batasunean ere. Zenbait salbuespen alde batera utzita (esate baterako, Alemania eta Portugal), taldeekiko tratamendua, corporate governance delakoaren baitan, autoerregulazioara bideratu da nagusiki; figura horri buruzko lege-arauei erreparatuta beti. Nolanahi, orokorrean hartuta, planteamendu hau «taldekako kontratua» delako tresnaren bidez gauza daiteke, zuzenbide espainiarrarekin bat datorrelako eta taldeen araubide juridikoari buruzko oinarri finkoa ezartzeko formula ezin hobea delako.*

Groups of companies are a current business reality characteristic, in which the company leading the group performs a unified management of the different legal entities, usually companies that form the group. The dialectic economic unity and legal plurality characterises the group and is the factor that hinders at the same time the achievement of a suitable legal regime. Such a regime has been tried many times, not only in the different national legal regulations, but also in the EU. Except several exceptions (like Germany or Portugal), the treatment of the groups is focused, within the corporate governance, towards the self-regulation without detriment of some legal rules over the figure. However, more in general, this approach could be applied through tools such as the “group agreement”, compatible to the current Spanish Law and a suitable formula to establish a solid base over its legal regime.

## ÍNDICE

1. Presentación
  2. Concepto, elementos y caracteres de los grupos de sociedades
  3. Regulación jurídica de los grupos de sociedades. Especial referencia a la Unión Europea
  4. Gobierno de la empresa y grupos de sociedades
  5. Propuesta de autorregulación de los grupos de sociedades en el contexto del gobierno de la empresa: el contrato de grupo
  6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: grupos de sociedades, dirección unificada, transparencia, gobierno corporativo, contrato de grupo.

Keywords: groups of companies/corporate groups, unified management, disclosure, corporate governance, group agreement.

N.º de clasificación JEL: K22

### 1. PRESENTACIÓN

El interés por el estudio y la regulación de los grupos de empresas o de sociedades (según terminología preferida por los juristas) ha sido bien notorio a lo largo del pasado siglo XX, en particular en su segunda mitad. Es más, puede decirse que esta singular forma de organización empresarial surge para el Derecho como objeto de estudio y de regulación en dicha época, aunque, sin duda, pueden rastrearse estructuras similares en fases históricas anteriores. Como expresión del creciente proceso de concentración empresarial, los grupos tienden a producir diversos y complejos problemas jurídicos que afectan, sobre todo, a aquellas ramas del Derecho directamente vinculadas con la ordenación normativa de la empresa y de su actividad (Derecho mercantil, Derecho del trabajo y Derecho tribu-

tario, esencialmente). Aunque esos problemas tienden a adquirir un perfil propio, según el sector del ordenamiento jurídico en que nos encontremos, suele haber acuerdo en señalar al Derecho mercantil como el ámbito natural de su tratamiento, correspondiendo dentro de él, al Derecho de sociedades la primacía a la hora de su regulación. En efecto, es aquí donde se plantean las cuestiones esenciales del grupo, susceptibles, por lo demás, de extenderse a otras ramas del Derecho: su concepto, los sujetos que lo componen (normalmente, sociedades), los conflictos entre interés del grupo e interés individual de sus sociedades integrantes, la tutela de los socios externos y de los acreedores sociales, etc.

Es cierto, no obstante, que la realidad más reciente de los grupos nos muestra

una llamativa evolución, conforme a la cual otras entidades y personas jurídicas son susceptibles de integrarse en ellos, dando a su fisonomía, y a su significado jurídico, una cierta novedad, así como una considerable dificultad de tratamiento. No faltan en nuestro tiempo, por ello, grupos de sociedades cooperativas, grupos encabezados por una fundación o grupos de asociaciones; se trata, en todos los casos, de personas jurídicas ajenas, *prima facie*, al Derecho mercantil, a pesar de la expansión de los principios reguladores de las sociedades mercantiles a dichas entidades, como nos muestran las leyes más recientes en la materia. Sin perjuicio, por ello, de la importancia práctica de los grupos compuestos por entidades, en principio, no mercantiles, en el presente trabajo nos limitaremos a efectuar algunas reflexiones introductorias sobre los grupos de sociedades mercantiles, a la vista de que éstas son, en la mayoría de los casos, las protagonistas del funcionamiento cotidiano del asunto que nos ocupa. Y, dentro de dicha categoría, la referencia principal ha de hacerse a las sociedades anónimas, así como a las sociedades de responsabilidad limitada, al ser éstas las formas jurídicas preferidas en la realidad española para el ejercicio de la actividad empresarial.

## **2. CONCEPTO, ELEMENTOS Y CARACTERES DE LOS GRUPOS DE SOCIEDADES**

### **2.1. Consideraciones generales**

Para situar adecuadamente los términos del problema, conviene comenzar por una reflexión sintética en torno al concepto y elementos de los grupos de sociedades. Como es bien sabido, la doctrina jurídica considera unánimemente que un grupo es un agrega-

do empresarial integrado por diversos sujetos de Derecho (normalmente sociedades) que, sin perjuicio de su personalidad jurídica propia, quedan sometidos en su actuación en el mercado a una dirección económica unificada, ejercida por la entidad cabecera del grupo. Se advertirá, por ello, que el grupo, en cuanto tal, carece de personalidad jurídica o, dicho de otra manera, no es, formalmente, al menos, un sujeto de Derecho. Ello no impide, sin embargo, que tanto la doctrina, como los tribunales y el legislador consideren al grupo como un «actor» relevante de la realidad empresarial, como uno de los protagonistas más destacados del panorama económico de nuestros días.

Puede comprenderse fácilmente que, al lado de los problemas estrictamente empresariales, en los que aquí no podemos entrar, la figura del grupo plantea numerosas cuestiones jurídicas, no siempre de fácil resolución. Para empezar, la formación de un grupo hace surgir una modalidad singular de empresa, que no suprime o extingue la personalidad jurídica de sus componentes. Frente al modelo clásico de empresa que sólo tiene un titular jurídico (por ejemplo, una sociedad anónima), la unidad empresarial del grupo se descompone, desde el punto de vista del Derecho, en una pluralidad de titulares. Esa dialéctica unidad empresarial-pluralidad jurídica caracteriza esencialmente al grupo y es la fuente de la complejidad de la figura y de la dificultad de su tratamiento normativo. Y aunque el grupo se manifieste como tal públicamente, las relaciones jurídicas concretas, de hecho, se establecen y concluyen por sus sociedades componentes. Por ello no hay, en tal sentido, «acreedores del grupo», sino concretos acreedores de las sociedades que lo integran; del mismo modo, tampoco puede hablarse, en caso de crisis económica, de «concurso de

acreedores del grupo», sino de concurso de las sociedades que lo forman. En todo caso, y tanto en un ejemplo como en el otro, el hecho de la existencia del grupo termina influyendo, con distinta intensidad pero perceptiblemente, en las pretensiones de los acreedores así como en el desarrollo y resolución de los concursos declarados respecto de las sociedades que lo integran.

Esta diversificación de efectos, empresariales, por un lado, y jurídicos, por otro, no ha de ocultar que buena parte de las relaciones establecidas por las sociedades del grupo son el resultado, precisamente, de su pertenencia al mismo; que se explican, en suma, por la «lógica empresarial» desarrollada en el mercado por el agregado de sociedades que lo integran. La clave esencial del grupo, como ya se ha dicho, es la dirección económica unificada en él ejercida y a la que se someten sus miembros. De este modo, las sociedades agrupadas, aunque mantienen su personalidad jurídica propia, ven reducida su autonomía económica, por haber cedido a la entidad cabecera del grupo un número variable de sus facultades en materia empresarial; por tal razón, dichas sociedades no podrán ser consideradas, en última instancia, responsables únicos de una determinada conducta o del establecimiento de una concreta relación jurídica. Se abre aquí un capítulo esencial en el tratamiento legal de los grupos, al plantear la posible implicación en la responsabilidad de una sociedad del grupo de otros integrantes del mismo, ajenos formalmente a la relación jurídica de la que se derive aquélla.

## **2.2. Tipología de los grupos**

El asunto de la responsabilidad, quizá el más llamativo de los que constituyen la temática jurídica del grupo, ha de ponerse en

relación, como todos los demás, con la particular estructura organizativa de que se haya dotado. Se distingue, así, entre grupos centralizados y grupos descentralizados, según que la entidad cabecera del grupo asuma de hecho, en un caso, la práctica totalidad de las facultades empresariales de las sociedades integradas o que, en otro, ejerza únicamente las facultades básicas en materia de dirección empresarial, permitiendo a aquéllas un margen variable de autonomía en el ejercicio de la actividad de empresa. Esta distinción es de extraordinaria relevancia para el régimen jurídico de los grupos, si bien no es fácil de perfilar en la práctica con la debida nitidez. En todo caso, indica, a nuestro juicio, una perspectiva básica al interpretar y aplicar las normas jurídicas relativas al grupo, con el propósito de lograr soluciones adecuadas y proporcionadas en cada caso.

Una segunda distinción importante es la que separa a los grupos jerárquicos o verticales de los paritarios u horizontales. Si en ambos se ejerce una dirección económica unificada sobre todas las sociedades agrupadas, su fundamento es diferente, según que nos encontremos ante un grupo jerárquico o uno paritario. En el primer caso, los grupos verticales, la dirección unitaria es el resultado de la previa situación de dominio obtenida por una entidad o sociedad sobre otra u otras sociedades; por la vía, generalmente, de la adquisición de una porción relevante de acciones o participaciones (según el tipo de sociedad de que se trate) se obtiene el dominio o control necesario para hacer posible a la entidad o sociedad dominante el ejercicio de una dirección económica unificada. En el segundo caso, los grupos horizontales, en cambio, la entidad cabecera del grupo ejerce la dirección unitaria sobre la base del acuerdo libremente

establecido de las sociedades que se agrupan, que se mantienen independientes unas de otras, desde el punto de vista económico. Por regla general, cuando se habla de grupo de sociedades se suele pensar en uno de naturaleza jerárquica, y a él se refieren, por regla general, la mayoría de las normas jurídicas que contemplan dicho fenómeno, tanto en el Derecho español como en otros ordenamientos. Además, buena parte de los problemas que se consideran típicos de los grupos de sociedades son, sobre todo, característicos de los de naturaleza jerárquica.

### 2.3. Interés del grupo frente a intereses de las sociedades agrupadas

Con independencia, en todo caso, de los vínculos que unan a las sociedades agrupadas, y de la estructura organizativa de que se doten, ha de afirmarse que el grupo constituye una realidad relevante para el ordenamiento jurídico en la que destaca su condición de empresa articulada mediante diversos sujetos de Derecho. Esta característica es, sin duda, la causa del éxito de esta singular modalidad de concentración empresarial en la realidad económica de nuestros días; pero es, a la vez, la fuente de numerosos problemas derivados del conflicto típico que los grupos plantean: la posible contradicción entre los intereses de la empresa como tal —el grupo— y los intereses de las sociedades, u otros sujetos de Derecho, que la compongan. Puede hablarse, así, de un interés del grupo, identificado en los grupos jerárquicos, a veces con cierta ligereza, con el interés de la entidad dominante, que ha de constituir de hecho la pauta de comportamiento de las sociedades agrupadas; pero como, a su vez, estas últimas han de promover su propio interés, tan legal y legítimo

como el anterior, se abre la posibilidad de conflicto antes apuntado, cuya resolución viene a constituir el «corazón» del Derecho de los grupos de sociedades.

No ha de partirse, sin embargo, de la creencia de que el conflicto de intereses en el seno del grupo sea siempre y en todo caso la inevitable consecuencia derivada de su formación. En numerosas ocasiones, y de forma sintomática en los grupos jerárquicos, coinciden el interés del grupo y los intereses de las sociedades que lo componen; incluso, para numerosas sociedades, su integración en un grupo suele ser, con sus luces y sus sombras, la mejor manera de defender y promover su particular interés social. Sentada esta idea, que responde a una realidad cierta y característica en el seno de los grupos, no ha de ocultarse, del mismo modo, la existencia, también real, del conflicto de intereses apuntado; se trata, en todo caso, de un conflicto cuya resolución ha de evitar los dos extremos a priori imaginables: de un lado, el otorgar perpetua prioridad al interés del grupo, sin preocuparse de la suerte de los intereses sociales particulares y de los sujetos (socios, acreedores y trabajadores de las sociedades filiales) a ellos conectados; de otro, el reconocer, de acuerdo con el Derecho de sociedades vigente en casi todos los países actualmente, la existencia insoslayable del interés particular de las sociedades agrupadas. De seguir la primera solución, la formación de un grupo supondría la conversión en «esclavas» de las sociedades o entidades integrantes; de atender, en cambio, a la segunda solución, la tutela excesiva de estas últimas haría imposible el funcionamiento del grupo como tal.

A la vista de lo expuesto, cualquier intento de regulación legal de los grupos de sociedades habrá de partir del necesario res-



peto al interés del grupo, que constituye, con los matices debidos a la modalidad de que se trate, la razón de ser de la existencia de la empresa de grupo. Tal cosa supone reconocer la licitud de las instrucciones impartidas por la entidad cabecera del grupo en uso de la dirección económica unificada que le corresponde. Además, para que dichas instrucciones permitan la realización del interés del grupo hace falta que sean consideradas vinculantes, esto es obedecidas por los órganos de las sociedades agrupadas, siempre que se desenvuelvan en el marco del interés del grupo. Sobre esta premisa, puede suceder que algunas de esas instrucciones resulten perjudiciales para la sociedad ejecutora de las mismas, lo que no empaña en absoluto su licitud si esta última recibe una compensación adecuada que sirva de contrapartida al daño experimentado.

### **3. REGULACIÓN JURÍDICA DE LOS GRUPOS DE SOCIEDADES. ESPECIAL REFERENCIA A LA UNIÓN EUROPEA**

#### **3.1. Premisas legales**

Sentadas las premisas más elementales sobre el concepto y caracteres del grupo de sociedades, conviene referirse, seguidamente, a su regulación legal. De entrada, sorprende la escasez de países que disponen de un régimen jurídico suficiente y adecuado a esta singular forma de empresa. En Europa destaca el pionero ejemplo de Alemania (Ley de sociedades por acciones de 1965), seguido muy de cerca por Portugal (Código de sociedades comerciales de 1986) y completado en los últimos años por algunos países de Europa del Este (Hungría, Croacia, Eslovenia, entre otros), si-

guiendo muy de cerca, en todo caso, el modelo alemán. Los restantes países del continente, entre ellos España, carecen de un tratamiento normativo proporcionado a la importancia económica del grupo, aunque no faltan proyectos legislativos al respecto que, desgraciadamente, no han llegado a convertirse en Derecho positivo. Es muy interesante, en este plano, el ejemplo de la Unión Europea, en cuyo seno germinó, hace más de treinta años, el propósito de elaborar unas normas específicas sobre los grupos de sociedades, promulgando al efecto dos directivas: una, sobre los aspectos contables, y otra, sobre la vertiente jurídico-material. La primera se aprobó, efectivamente, en 1983 y fue objeto de recepción legislativa por los diversos países de la Unión; en España, más en concreto, encontramos sus huellas en diversos preceptos, de entre los que destacan los artículos 42 a 49 del Código de comercio.

Por desgracia, la directiva sobre el régimen jurídico-material de los grupos, en la que se pondrían de manifiesto algunas de las ideas que hemos indicado más arriba, no ha llegado a aprobarse y los órganos competentes de la Unión Europea han puesto de manifiesto, en los últimos años, su voluntad de no llevarla adelante. Sin embargo, esta negativa no reduce la importancia práctica de la figura ni anula la necesidad de su urgente regulación; sucede, sin embargo, que la Unión Europea renuncia a elaborarla, en su totalidad, y transfiere a los estados, sobre la base del principio de subsidiaridad, la competencia legislativa esencial para fijar las bases fundamentales de la misma. De ello es buena prueba el Informe Winter (noviembre de 2002), elaborado por un relevante equipo de juristas europeos, y en el que se fijan las pautas para la regulación de las sociedades mercantiles en la

Unión, sobre la base, entre otros extremos, de las propuestas, de origen privado, elaboradas por un conjunto de juristas unidos bajo el nombre de Forum Europaeum «Derecho de grupos» (que se pueden consultar en nuestro idioma en Revista de Derecho Mercantil, n.º 232, 1999, págs. 445-575). En el Informe Winter, por tales motivos, los grupos de sociedades y el gobierno corporativo (corporate governance) constituyen dos de los temas «estrella» y ponen de relieve la conexión que existe entre ambos y la importancia de prestar una cierta atención dentro de este trabajo al análisis jurídico de aquéllos.

### 3.2. **El Informe Winter sobre el Derecho de sociedades en Europa y en los grupos**

Para el Informe Winter, siguiendo, en buena medida, las ideas del Forum Europaeum, el tratamiento de los grupos en la Unión Europea ha de tener un carácter reducido, permitiendo su compatibilidad, sobre la base de planteamientos comunes, con las normas que, en su caso, puedan adoptar los Estados miembros. A tal efecto, son tres, fundamentalmente, los aspectos relativos a los grupos que han de ser considerados a la hora de contemplar su régimen jurídico. Prescindiendo ahora de la referencia a los grupos piramidales, cuya problemática tiene rasgos específicos, nos referiremos, ahora, a las dos vertientes que nos parecen más relevantes. De un lado, se habla del principio de transparencia como criterio básico a la hora de trazar su regulación, y de otro se alude al necesario equilibrio en la consideración de los intereses, con frecuencia contrapuestos, que se ven afectados por el funcionamiento del grupo. Se trata, por ello, de hacer más diáfana su

estructura, así como las relaciones de las sociedades agrupadas entre sí, mediante las oportunas obligaciones de *disclosure*, quizá una de las cuestiones de mayor actualidad en el seno de los grupos integrados por sociedades cotizadas. En este aspecto hay, como resulta lógico, una considerable cercanía entre las propuestas relativas a los grupos en el Informe Winter con las que el mismo contiene sobre gobierno de la empresa. Por otra parte, el referido informe considera imprescindible el establecimiento de medidas de defensa del interés del grupo, por un lado, y de los intereses sociales de las sociedades agrupadas, así como de sus socios minoritarios, acreedores y trabajadores, por otro. Se intenta, de este modo, hacer posible el equilibrio de intereses en el seno del grupo, al que más arriba nos referíamos, como uno de los elementos medulares de su régimen jurídico.

A pesar del no poco tiempo transcurrido desde la presentación del Informe Winter hasta nuestros días, no contamos con ejemplos relevantes, en los ordenamientos de los Estados miembros, que reflejen adecuadamente en normas jurídicas los principios que acabamos de exponer. Quizá convenga hacer una excepción, si bien de reducido alcance, con el Derecho italiano en el que encontramos algunas referencias interesantes al grupo con motivo de la reforma de su *Codice civile*, en 2003. En dicho texto legal, y concretamente, en su artículo 2497, se reconoce de manera nítida, la posibilidad y la legalidad de la dirección económica unificada en el seno de los grupos, debiendo responder las entidades que ejerzan dicha función ante las sociedades componentes del grupo por los posibles daños derivados del predominio del interés del grupo. Es importante re-

saltar, con todo, que no habrá lugar a esa responsabilidad si no se ha producido daño «a la luz del resultado conjunto de la actividad de dirección y coordinación» del grupo, o si el daño ha sido «íntegramente eliminado como consecuencia de operaciones dirigidas a tal fin».

Con todo, el relieve que han adquirido las cuestiones de transparencia empresarial, en relación, sobre todo, con las sociedades cotizadas, propician una progresiva consideración de los grupos en el marco del Derecho del mercado de valores. De acuerdo con la filosofía que impregna este sector del ordenamiento jurídico, y, más concretamente, la importancia extraordinaria del *corporate governance*, es muy importante explicar claramente la estructura y la organización de los grupos de sociedades. A tal fin las indicadas leyes de transparencia, como la española, de 17 de julio de 2003, a la que aludiremos más adelante, se refieren en diferentes apartados de su texto a específicas obligaciones informativas que incumben a las sociedades integradas en grupos, lo que viene a confirmar, recientemente, la hipótesis de partida del presente trabajo.

### 3.3. El Derecho español: planteamiento general

Como ya se ha indicado, no disponemos en el ordenamiento jurídico español de un régimen suficiente y equilibrado de los grupos de sociedades. Existen, sí, algunos aspectos mejor tratados que otros; en este sentido, cabe destacar la vertiente tributaria de la cuestión, con una normativa relativamente completa en la Ley del Impuesto de Sociedades. Del mismo modo, la jurisprudencia laboral ha consolidado algunos cri-

terios en torno a la relación de los grupos de sociedades con la tutela de los derechos de los trabajadores, con especial referencia a la responsabilidad de las sociedades del grupo por las deudas laborales de una o de varias de ellas. En el terreno específico del Derecho mercantil, en cambio, falta una concepción genérica de la institución que dé pistas seguras sobre su mejor tratamiento. Y ello, a pesar de la frecuencia con la que, en muy distintas leyes, se alude a los grupos de sociedades. Debe destacarse, en tal sentido, la regulación de la consolidación contable en el Código de comercio (arts. 42 a 49), a cuyo efecto el concepto de grupo establecido se basa exclusivamente en la situación de control o dominio que una sociedad tenga o pueda tener, directa o indirectamente, sobre otra u otras sociedades (art. 42, 1.º). En las leyes de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada no escasean las alusiones a la figura en estudio, aunque, por regla general, falta en ellas su concepto o los caracteres generales que permitan formular su delimitación básica. En tal sentido, y haciendo una breve selección, cabe remitir al lector a los arts. 10, 29, 1.º y 40, 4.º de la Ley de sociedades de responsabilidad limitada (LSRL, de 23 de marzo de 1995), así como a los arts. 105, 2.º, 200, 13.ª y 14.ª de la Ley de sociedades anónimas (LSA, de 22 de diciembre de 1989). No es impropio la referencia a la ley (estatal) de cooperativas, de 16 de julio de 1999, en cuyo art. 78 se contempla la figura del «grupo cooperativo», con un planteamiento basado en la dirección unificada y no en el control, como acabamos de ver a propósito del Código de comercio.

Al margen del Derecho vigente, conviene aludir, siquiera sea brevemente, al propósito de establecer una disciplina de los grupos, a

la Propuesta de Código de sociedades mercantiles, publicada en noviembre de 2002. Aunque esta importante obra prelegislativa se encuentra, en apariencia, sin posibilidad de convertirse, al menos por el momento, en norma vigente, constituye, sin embargo, una aportación relevante al tema que nos ocupa, que ha de ser estudiada con atención. Su análisis (aunque es un texto sin fuerza vinculante, quedando limitado a tener un alcance meramente doctrinal) permitirá apreciar, por contraposición, la insuficiencia de las normas que nuestro Derecho mercantil en vigor dedica a la figura de los grupos.

#### 4. GOBIERNO DE LA EMPRESA Y GRUPOS DE SOCIEDADES

##### 4.1. Presentación

A la hora de estudiar la relación entre gobierno de la empresa y grupos de sociedades sorprende, en una primera aproximación, la casi total ausencia de alusiones a aquellos en los informes y códigos sobre el gobierno de las empresas o corporativo. Quizá por la influencia de los planteamientos norteamericanos, quizá por la relativa imprecisión terminológica que los suele caracterizar, el caso es que la mención del término «empresa» se ha llevado a cabo sin precisar exactamente qué deba entenderse por tal, si bien en el Código Conthe, en particular, parece encontrarse un planteamiento más ambicioso con diversas menciones de la figura del grupo. Por otra parte, de las iniciales referencias a la empresa se ha pasado, de inmediato, a la consideración aislada de las sociedades (anónimas) cotizadas, con lo que se ha terminado por escamotear, de hecho, un elemento básico para comprender las razones últimas del funcionamiento efectivo de los órganos sociales.

##### 4.2. La realidad española: del Informe Olivencia al Código Conthe, pasando por el Informe Aldama

Por concretar nuestra indagación en el caso español, las afirmaciones anteriores cobran especial significado en el marco del Informe Olivencia, primero, como es sabido, de los documentos redactados en España para conseguir un «buen gobierno» de las empresas y, más específicamente, de las sociedades cotizadas. A lo largo de su contenido, no encontramos referencia alguna a los grupos de sociedades, a pesar de su ya advertida influencia en cuanto a la estructura de la propiedad de las sociedades cotizadas. Esta vertiente se ha soslayado para concentrar la atención en el ámbito de los administradores de tales sociedades y, más específicamente, de sus deberes y principales obligaciones. No es el momento ahora de valorar esta opción ni, tampoco, de enjuiciar el acierto o desacierto de las recomendaciones propuestas en dicho informe para mejorar el gobierno de la empresa, basadas en la autorregulación y no en la intervención legislativa.

Aparte de alguna sucinta alusión a la posición de los accionistas significativos de la sociedad, y que conecta con la temática del control o dominio de una sociedad, antesala de los grupos, nada hay en el Informe Olivencia que permita apreciar la realidad de las conexiones entre gobierno de la empresa y grupos de sociedades. Esta circunstancia, junto con otros aspectos esenciales del debate sobre *corporate governance*, cambia de manera perceptible en el Informe Aldama, en el cual aparecen numerosas alusiones a la figura del grupo de sociedades. Sin que ello haya de entenderse como una aproximación sistemática a dicha modalidad de empresa, sí que se

ha de destacar este planteamiento que hace justicia, aunque no sea íntegra, a su importante papel en la realidad empresarial.

En este sentido, el Informe Aldama da por supuesto el concepto de grupo y prescinde de todo tipo de consideraciones sobre su formación, clases y sobre los sujetos o entidades que puedan integrarlo. Sólo se preocupa de aludir a los grupos al hilo de determinadas cuestiones planteadas con motivo del desarrollo de los temas esenciales allí tratados. El primer aspecto en el que aparecen mencionados los grupos de sociedades se refiere a la mejora de la transparencia de las sociedades cotizadas. Con este motivo, indica el Informe Aldama que habrá de ponerse de manifiesto «la estructura de propiedad de la sociedad», lo que supone comunicar a los mercados la existencia de los «pactos parasociales», así como «la estructura de control de las sociedades o grupos de sociedades que participan en el capital de la sociedad y en el de sus filiales, sobre todo cuando en ellas participen también los accionistas de referencia».

Con motivo del tratamiento de los deberes de los administradores de la sociedad cotizada, el Informe Aldama prosigue efectuando diferentes referencias a los grupos de sociedades. Así, por lo que afecta al deber de lealtad, se advierte de que los administradores de la sociedad no desempeñarán «cargos en empresas competidoras de la sociedad o de su grupo». De este modo, será incompatible con el deber de lealtad que el administrador de la sociedad cotizada en cuestión lo sea también de una determinada sociedad competidora del grupo en el que se integre la primera, incluyéndose en la noción de administrador, además de quienes propiamente merezcan tal calificación: los altos ejecutivos de la sociedad, aunque no tengan la condición de conseje-

ros, los administradores de hecho, los administradores ocultos, así como los accionistas de control. De este modo, el deber de lealtad se expande mucho más allá de los confines de una concreta sociedad cotizada para abarcar todos los confines del grupo en el que, en su caso, se integre. Todas las personas físicas y jurídicas que incidan en la gestión del grupo, incluyendo, en particular, a la sociedad dominante, pueden quedar, de este modo, sujetas al deber de lealtad.

Por lo que se refiere al deber de diligencia, muy relacionado con el interés de la sociedad, indica el Informe Aldama que «el gobierno corporativo de la empresa y la dirección ejecutiva han de considerar los diversos intereses concurrentes en una decisión, pero el criterio superior para dirimir intereses en conflicto y para avanzar es el bien de la empresa en su conjunto y su continuidad a largo plazo». Es significativa la mención del «bien de la empresa», frente a la fórmula tradicional del interés social, e, incluso, frente a la creación de valor para el accionista (*shareholder value*), que constituía el patrón de conducta y la medida de diligencia de los administradores en el Informe Olivencia. Desde el punto de vista de los grupos de sociedades, el planteamiento del Informe Aldama, al referirse al «bien de la empresa», permite, en apariencia, la estimación del interés del grupo en su conjunto, sin que quede clara, por otra parte, su relación con los intereses sociales particulares de las sociedades que lo componen.

Algunas menciones a los grupos de sociedades encontramos, finalmente, en el Informe Aldama cuando trata acerca de los órganos de la sociedad cotizada. Quizá las más significativas se concretan con motivo del tratamiento del consejo de administración. Dentro de la tipología de consejeros

que allí se contiene, se nos dice que son «consejeros internos o ejecutivos» aquellos que tienen «alguna capacidad de decisión en relación con alguna parte del negocio de la sociedad, o del grupo, mediante delegación o apoderamiento estables conferidos por el consejo de administración o por la sociedad respectivamente». Por su parte, tanto los «consejeros externos dominicales» como los «consejeros externos independientes» habrán de abstenerse de establecer relaciones comerciales o profesionales con la sociedad de cuya administración forman parte, y también con el grupo en el que aquélla se integre.

Por último, en el Código Conthe, las referencias a los grupos son más frecuentes, siguiéndose, por regla general, el planteamiento que acabamos de ver en el Informe Aldama. Aunque no se define la figura del grupo, sí que se delimita bien su sentido y razón de ser ya desde la segunda recomendación del código, al centrar en la unidad de dirección su característica más destacada. Incluso en esta recomendación se contiene lo que podría considerarse una forma de «contrato de grupo» (al que más adelante nos referiremos) como instrumento de transparencia con respecto al mercado. En este sentido, la indicada recomendación señala que si la sociedad matriz y la sociedad dependiente del grupo cotizan en bolsa, se habrá de definir públicamente y con precisión «a) las respectivas áreas de actividad y eventuales relaciones de negocio entre ellas, así como las de la sociedad dependiente cotizada con las demás empresas del grupo; b) los mecanismos previstos para resolver los eventuales conflictos de interés que puedan presentarse». Al margen de este asunto, verdaderamente innovador en el marco del *corporate governance*, cuando menos por lo que se refiere

a nuestro país, las alusiones ulteriores al grupo dentro del Código Conthe suelen obviar su delimitación, mencionándolo a propósito de diversos aspectos del funcionamiento de la sociedad. Así sucede, por ejemplo, en la recomendación número ocho, cuando se contemplan las competencias del consejo de administración; en la número diez, con respecto al tipo de consejeros que han de predominar en el consejo; en la recomendación número treinta y seis, a propósito de la retribución de los consejeros ejecutivos; y también en este terreno retributivo, respecto de las menciones que han de consignarse en la memoria (recomendación número 41).

No merece la pena, a la vista de lo expuesto, alargar más la referencia a los supuestos en los que aparece el grupo dentro del Código Conthe. Con todo, sí conviene reiterar lo que constituye, podría decirse, su orientación de política normativa (sin ignorar el carácter no vinculante de sus recomendación) en cuanto al fenómeno de los grupos: progresiva presencia de los mismos a propósito de muy diversos asuntos del funcionamiento de la sociedad y de sus órganos, ausencia de definición precisa al respecto, sin ignorar que su esencia radica en la unidad de dirección, y finalmente, algunas aportaciones novedosas, como la ya destacada a propósito de la recomendación número dos.

#### **4.3. La incidencia de algunas reformas legislativas recientes en materia de grupos. Consideración específica de la ley de transparencia**

##### *Planteamiento introductorio*

De acuerdo con el método esbozado en el Informe Aldama, en el que se propugnaba, sin asomo de conflicto, la autorregula-

ción de las sociedades cotizadas y la intervención legislativa, se promulgó en España la denominada Ley de Transparencia, de 17 de julio de 2003, que ha convertido en norma jurídica vinculante algunas de las más relevantes recomendaciones contenidas en el mencionado informe. Sin entrar en cuestiones de detalle, improcedentes en este momento, conviene decir que la citada ley modifica, de un lado, la ley del mercado de valores, introduciendo una disciplina específica sobre la sociedad anónima cotizada. De otro, modifica, asimismo, la ley de sociedades anónimas, estableciendo, en particular, un detallado régimen de los deberes de los administradores, de acuerdo con la enumeración, antes indicada, que se contiene al respecto en el Informe Aldama. Es oportuno señalar que, así como la primera vertiente de la ley se refiere exclusivamente a la sociedad cotizada, la reforma de la ley de sociedades anónimas se lleva a cabo con carácter general, de manera que no sólo se han visto afectadas las sociedades cotizadas, sino también las sociedades anónimas «cerradas»; se pone de manifiesto una cierta contradicción entre lo recomendado en el Informe Aldama y lo que, finalmente, ha terminado por hacer nuestro legislador.

Aún está por demostrar, desde otro punto de vista, si la aprobación del Código Conthe traerá consigo cambios legislativos relevantes en de los temas que ahora nos ocupan; aunque hay alguna reforma de Derecho de sociedades en trámite parlamentario (el proyecto de ley de las llamadas modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles), y se ha vuelto a la idea de control, como determinante del grupo desde el punto de vista de la consolidación contable, nada hace presumir que el fenómeno del gobierno corporativo y, más específicamente, de los grupos de sociedades vaya a reci-

bir adecuado tratamiento normativo, al menos a corto plazo. Es posible, por otra parte, que la actual crisis financiera pueda tener alguna consecuencia importante en el marco del Derecho de sociedades, al impulsar, quizá, la adopción de normas imperativas en supuestos donde antes se sugería o recomendaba la autorregulación. No es fácil hacer predicciones en un momento tan confuso como el presente, pero, de confirmarse la profundización de la crisis no parece sensato excluir cambios relevantes en los próximos tiempos. La desconfianza hacia los presupuestos ideológicos configuradores del anterior estado de cosas, es un efecto colateral de la crisis global.

### *Los grupos de sociedades en la ley de transparencia*

Por lo que a los grupos de sociedades se refiere, encontramos recogidas numerosas alusiones que al respecto se hacían en el Informe Aldama, y que han tenido continuidad en el Código Conthe, destinadas, en lo esencial, a hacer más transparente su estructura y su organización. Hay que lamentar, sin embargo, que la ley haya desaprovechado la oportunidad de considerar otros aspectos, sobre todo si se tiene en cuenta que en la versión inicial del proyecto de ley, remitido por el Gobierno al Parlamento, se encontraba una norma relevante que afirmaba la responsabilidad de los administradores de la sociedad dominante del grupo frente a la sociedad dominada, sus socios y acreedores. Además, el legislador podía haber utilizado algunas de las normas proyectadas sobre la materia en la ya mencionada Propuesta de Código de sociedades mercantiles. En cualquier caso, y antes de entrar en estos detalles, exponaremos las principales novedades que, con respecto a los grupos de sociedades, se encuentran en la ley de transparencia.

Como cuestión crítica general, ha de censurarse la falta de rigor terminológico en la que incurre la ley, con la utilización indistinta —tradicional en nuestro Derecho— de las nociones de «control» y «grupo». Este es un viejo conflicto del Derecho español que ha dado lugar a numerosas confusiones y en el que la todavía reciente modificación del art. 42 del Código de comercio, a través de la llamada ley de reforma contable, de 4 de julio de 2007, ha venido a alterar el punto de vista sustentado en la ley de transparencia. Si ésta última, en apariencia, consolidaba el carácter de «norma general» en el Derecho de grupos de la «unidad de dirección», la reforma que acabamos de mencionar ha vuelto a la idea de control, extendiendo su influencia incluso a la propia ley del mercado de valores. Si hasta ese momento, el grupo requería en el Derecho mercantil español la dirección económica unificada (en la terminología legal, «unidad de dirección»), en la actualidad, el péndulo se ha desplazado hacia el mero control, sin que con ello se haya conseguido por otra parte un planteamiento uniforme y coherente dentro de nuestra disciplina. Está por ver, con todo, el valor que haya de atribuirse en sede de grupos a la delimitación contenida en el art. 42 del Código de comercio, materia sobre la que no resulta fácil pronunciarse en este momento y que, en todo caso, no parece que deba constituirse en el centro exclusivo del ordenamiento jurídico en cuanto a los grupos de sociedades.

En el conjunto de las normas que la ley de transparencia dedica a la sociedad anónima cotizada, y que se insertan ahora en la ley del mercado de valores, se alude al grupo en el art. 114, 2.º de esta última ley, con motivo de la necesaria inclusión en la memoria de la sociedad de las operaciones que sus administradores realicen «con la ci-

tada sociedad cotizada o con una sociedad del mismo grupo». También ha de mencionarse el art. 114, 3.º de la ley del mercado de valores, que obliga a los administradores de la sociedad cotizada a abstenerse de realizar aquellas operaciones que afecten a «valores de la propia sociedad o de las sociedades filiales, asociadas o vinculadas sobre las que disponga, por razón de su cargo, de información privilegiada o reservada en tanto esa información no se dé a conocer públicamente». Por último, el art. 116 de la ley del mercado de valores, que impone a la sociedad cotizada la redacción de un informe anual de gobierno corporativo, alude, a lo largo de su contenido, varias veces a situaciones de grupo o a circunstancias que se dan en el seno de un grupo.

Por lo que se refiere a las reformas introducidas en la ley de sociedades anónimas por la ley de transparencia, también encontramos diversas alusiones a los grupos, sobre todo en el marco del art. 127 de aquella ley, relativas al deber de lealtad de los administradores. De entre su amplio contenido, que no vamos a detallar aquí, cabe apreciar que se reafirma el elemento de la unidad de decisión, como característica esencial del grupo, en línea con lo que acabamos de expresar.

Uno de los puntos más significativos en el complejo tema que nos ocupa que, finalmente, no ha pasado al texto definitivo de la ley de transparencia, es el establecimiento de una responsabilidad de los administradores de la sociedad dominante frente a la sociedad dominada, sus socios y acreedores por los daños causados como consecuencia de una instrucción impartida en el ejercicio de la «unidad de dirección» del grupo. Esta norma, realmente trascendental, se contenía en el proyecto de ley remitido por el Gobierno al Parlamento, pero fue



suprimida en el curso de la tramitación parlamentaria. Sin embargo, el art. 133, 2.º de la ley de sociedades anónimas reconoce la responsabilidad del administrador de hecho de una sociedad anónima frente a la propia sociedad, sus socios y acreedores en los mismos términos que correspondería a un administrador de derecho, correcta y formalmente designado. Aunque esta norma va más allá del ámbito de los grupos de sociedades, podría servir, en el futuro, para hacer posible lo que el proyecto de ley de transparencia pretendía y que, definitivamente, no se convirtió en norma vigente. A nuestro juicio se abre, de este modo, una vía propicia para solicitar la responsabilidad de los administradores de la sociedad dominante (y de esta misma, también) frente a la sociedad dominada, sus socios y acreedores, si se prueba que tanto unos como otra han actuado como «administradores de hecho» de la sociedad dominada. Esta prueba no es, ciertamente, sencilla, pero no faltan las sentencias judiciales que reconocen la figura del administrador de hecho y ofrecen algunas pautas para precisar su concepto.

## **5. PROPUESTA DE AUTORREGULACIÓN DE LOS GRUPOS DE SOCIEDADES EN EL CONTEXTO DEL GOBIERNO DE LA EMPRESA: EL CONTRATO DE GRUPO**

### **5.1. Razón de ser y contenido del contrato de grupo**

La ley de transparencia, como hemos podido apreciar, alude repetidamente a los grupos pero no ofrece un régimen suficiente para resolver los numerosos problemas que suscitan, en particular las medidas para hacer posible la realización del interés

del grupo, de un lado, y la tutela de quienes se vean afectados negativamente por la misma, de otro. Algunas normas posteriores, como también se ha indicado, continúan en esa línea de insuficiencia reguladora, introduciendo a la vez cambios relevantes cuyo valor es difícil de determinar en este momento. Por otro lado, y en cuanto a la construcción de un régimen suficiente y seguro sobre los grupos, no parece posible utilizar las normas contenidas en la Propuesta de código de sociedades mercantiles, cuya viabilidad legislativa futura es muy discutible. Dado que los problemas suscitados por los grupos empiezan a ser acuciantes entre nosotros y que, a la vez, esta modalidad de empresa carece de una regulación suficiente en el Derecho español, proponemos intentar cubrir esas carencias mediante un instrumento muy apreciado en la órbita del gobierno de la empresa: la autorregulación. Como es sabido, el Informe Olivencia, el Informe Aldama y, finalmente, el Código Conthe recomiendan que sean las propias sociedades cotizadas quienes incorporen voluntariamente las propuestas en ellos contenidas, sin perjuicio —sobre todo en el Informe Aldama— de que puedan, a su vez, ser acogidas en normas legislativas. Por esa razón, y por entender que la figura del grupo de sociedades disfruta de legitimidad jurídica en nuestro Derecho, proponemos una vía, al margen de la ley —pero no ilegal, obviamente—, que sirva para resolver preventivamente los posibles conflictos que puedan surgir en su seno, y de la que parece hacerse eco, según se ha indicado, el propio Código Conthe. Se trata de la figura del contrato de grupo, surgida en el derecho alemán y reconocida también en el derecho portugués, como un instrumento de organización del grupo con dos finalidades esenciales:

- 1.º Reconocer la primacía del interés del grupo y de la «unidad de dirección», facultando a los administradores de la entidad o sociedad cabecera del grupo para impartir instrucciones vinculantes a los administradores de las restantes sociedades integradas en él.
- 2.º Establecer medidas de tutela para las sociedades integradas en el grupo, sus socios, acreedores y trabajadores, sin comprometer la unidad de funcionamiento económico del propio grupo. Se trata, en particular, de compensar, en la medida de lo posible, los perjuicios que estos sujetos puedan experimentar por la ejecución de las instrucciones impartidas por la dirección del grupo, sobre todo cuando sean perjudiciales para las sociedades agrupadas

De este modo, el contrato de grupo, como pacto jurídico entre las sociedades que lo integran, establecería las bases organizativas del mismo y habría de ser aprobado por sus diversos miembros, a través de un procedimiento similar al que se reconoce en los diversos ordenamientos jurídicos para alteraciones estructurales básicas de las sociedades (como pueden ser la fusión, la escisión, la transformación, etc.). Ello supone, obviamente, un complejo trámite caracterizado por las notas de transparencia y control externo. Aunque no podemos dar aquí el detalle de ese procedimiento, vale decir que podrá estructurarse en tres fases:

- 1.º Una fase preparatoria, en la que los administradores de las sociedades que pretenden agruparse determinan las bases del contrato a través de la elaboración de un «proyecto de contrato de grupo». Dicho proyecto ha-

brá de ponerse a disposición de los socios de todas las sociedades, junto con sendos informes de administradores y expertos independientes —como sucede en la fusión, en concreto— a fin de que puedan formarse una idea exacta de la integración empresarial que se pretende realizar.

- 2.º Una fase decisoria en la que las juntas generales de socios habrán de acordar, en su caso, la aprobación del contrato, con arreglo a las normas que, según el tipo de sociedad o entidad jurídica de que se trate, regulan este tipo de decisiones.
- 3.º Una fase de ejecución, que implicará el cumplimiento de determinadas cautelas legales (inscripción en registros, medidas de tutela preventiva de los acreedores de las sociedades, etc.)

Culminado este procedimiento, el contrato de grupo permitirá el funcionamiento de la empresa integrada por las sociedades que lo han adoptado. Naturalmente, cada contrato puede establecer un modelo diverso de grupo, jerárquico o paritario, centralizado o descentralizado. En ocasiones, sobre todo cuando se trate de grupos paritarios, el contrato servirá para constituir jurídicamente el grupo. En otros casos, sin embargo, el grupo ya existirá, de hecho, con anterioridad cuando, por ejemplo, una sociedad ejercite una dirección económica unificada sobre otra u otras gracias al control que ejerza sobre ellas. En estos últimos casos, el contrato vendrá a declarar que el grupo ya existe como tal. En cierto sentido, podrá pensarse que entonces dicho contrato será, esencialmente, un formalismo que recogerá sólo los deseos de la entidad o sociedad dominante. Pero, aun en tales supuestos, la utilidad de la figura parece in-

negable ya que servirá para manifestar públicamente la existencia del grupo, lo cual ha de considerarse positivo. Al mismo tiempo, si su contenido es equilibrado, en la línea antes expuesta, será un buen testimonio de la «seriedad» del grupo, que no pretende expoliar a las sociedades que lo integran en beneficio de determinados intereses particulares.

## 5.2. El contrato de grupo como medida de «buen gobierno»

Desde el punto de vista del *corporate governance*, la adopción de un contrato de grupo, con un contenido similar al aquí expresado, puede llegar a considerarse como un instrumento o medida del «buen gobierno» de la empresa, de la misma manera que lo ha sido la adopción por las empresas de las propuestas contenidas en el Informe Olivencia, en el Informe Aldama y en el Código Conthe. El contrato de grupo fomenta la transparencia de las sociedades, exterioriza los conflictos de intereses que pueden afectar a sus administradores y busca solucionar que equilibren las tensiones y enfrentamientos que puedan darse en su seno. Se realiza con ello, a nuestro juicio, la finalidad esencial perseguida por el debate en torno al gobierno de la empresa y que reflejaba tan exactamente, el Informe Winter, por lo que a la Unión Europea se refiere.

Naturalmente, la propuesta que aquí se formula requiere muchas precisiones ulteriores para hacerla operativa. Pero interesa retener, en primer lugar, su encaje en nuestro Derecho, y ello por una razón muy sencilla: si el grupo es una estructura empresarial lícita en el ordenamiento español, también ha de serlo por fuerza el instru-

mento que sirve a su mejor organización y al equilibrio de intereses en su seno. En segundo lugar, la idea del contrato de grupo puede materializarse de diferentes maneras, según el tipo de grupo que se pretenda organizar, así como en función de su tamaño, su relieve empresarial, etc. Puede haber, por ello, un contrato básico de grupo, sin perjuicio de que se puedan concluir contratos de grupo «de segundo grado», relativos, en el caso de grupos muy complejos o con abundante número de sociedades, a un sector de ellas. Lo importante, en todo caso, es destacar la contribución que tal instrumento puede proporcionar a la transparencia de los grupos y a su mejor desarrollo en el ámbito de un ordenamiento jurídico, como el español, que les dedica, muy escasa atención.

## 6. CONCLUSIONES

Desde hace mucho tiempo, la figura del grupo de sociedades constituye un reto para el Derecho, debido a la considerable dificultad que supone «casar» armónicamente en una regulación legislativa la unidad económica y la pluralidad jurídica que, de manera esencial, caracterizan a esta singular modalidad de empresa. El pionero ejemplo alemán de regulación de los grupos, llevado a cabo mediante la *Aktiengesetz* de 1965, ha sido seguido por muy pocos ordenamientos jurídicos; han fracasado hasta la fecha los intentos de la Unión Europea en tal sentido. No obstante, en fechas todavía recientes, ha reverdecido el propósito de regulación europea de los grupos, gracias a las indicaciones contenidas en el Informe Winter (2002), sin que quepa reseñar hasta el momento la traducción de estos buenos propósitos en normas jurídicas vinculantes.

A pesar de estas circunstancias legales, nada positivas, la constitución y funcionamiento de los grupos de sociedades está planteando múltiples problemas jurídicos, de resolución, obviamente, nada fácil. Un sector donde esa temática ha ido adquiriendo progresivo relieve es el del *corporate governance*. El todavía reciente Código Conthe en España alude repetidamente a lo largo de su contenido a la figura del grupo. Bien es cierto que dicho texto, por su propia naturaleza, carece de carácter vinculante y se limita a señalar un conjunto de recomendaciones, cuyo incumplimiento sólo supone para la sociedad cotizada la necesidad de explicarlo al mercado. En el terreno del Derecho positivo, la ley de transparencia ha terminado eludiendo la temática del grupo, y la Propuesta de código de sociedades mercantiles, que lo regulaba con detalle, no se ha convertido hasta el momento en normativa vigente.

En el derecho español, la empresa de grupo se encuentra escasamente regulada, no siendo siempre coincidente el sentido de los preceptos que a ella se refieren: unos, como el art. 42 del Código de comercio, lo contemplan desde la perspectiva de la consolidación contable, a través de una situación de mero control de una sociedad sobre otra u otras; otros, como el art. 78 de la Ley de cooperativas, hablan, con mayor corrección, de unidad de dirección, lo que hace posible contemplar grupos jerárquicos, basados en el control, y otros paritarios, sin relaciones de dominación entre las sociedades que lo formen. Muy poco más se puede extraer del derecho español en torno al régimen jurídico del

grupo, lo que sume su actividad en una situación de considerable inseguridad, propiciando todo tipo de opiniones, así como, sentencias de los tribunales dispares en sus valoraciones.

Ante este considerable vacío legislativo, y buscando una situación de mayor estabilidad y seguridad para el funcionamiento de los grupos, el presente trabajo propone la adopción del llamado «contrato de grupo», a fin de prefigurar, en lo posible, su régimen jurídico fundamental. Dicho modelo de organización empresarial ha de considerarse lícito dentro del ordenamiento jurídico español, pudiendo ser utilizado tanto entre las sociedades cotizadas (como una especie de medida de «buen gobierno») como en el seno de grupos formados por sociedades mercantiles de menor dimensión e, incluso, con participación de otras personas jurídicas (fundaciones, asociaciones, etc.). Sin entrar ahora en mayores detalles, todo contrato de grupo (cuya adopción debería expresarse en una escritura pública) debería recoger, entre su clausulado, al menos dos grandes ideas: la legitimación de la unidad de dirección en el grupo, como prueba de la existencia de un interés colectivo («interés del grupo»), de un lado, y el establecimiento de medidas de tutela para quienes se ven afectados por la superioridad de dicho interés sobre los intereses individuales de las sociedades integradas en el grupo, de otro. El contrato de grupo podrá, finalmente, contener otras cláusulas que hagan posible el funcionamiento del grupo y su adaptación a las cambiantes circunstancias del mercado, mediante mecanismos de articulación interna, arbitraje y resolución de conflictos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- FONDAZIONE COURMAYEUR (2002): *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?* Milano.
- ANTUNES, J.A. (2002): *Os grupos de sociedades. Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2ª ed., Coimbra.
- ARRIBA, Mª L. de (2004): *Derecho de grupos de sociedades*, Madrid.
- BLUMBERG, P.: *The law of Corporate Groups*, Boston, 1983-1989.
- DINE, J. (2000): *The governance of corporate groups*, Cambridge.
- EASTERBROOK, F. Y FISCHER, D. (2002): *La estructura económica del Derecho de las sociedades de capital* (trad. esp. de Francisco Marcos), Madrid.
- EISENBERG, M. (1996): *The governance of corporate groups*, en AA.VV., *I gruppi di società*, I, Milano, 1189 y sigs.
- EMBED IRUJO, J.M. (2003): *Introducción al derecho de los grupos de sociedades*, Granada.
- EMMERICH, V. Y HABERSACK, M. (2005): *Konzernrecht*, 8ª ed., München.
- ESTEBAN VELASCO, G. (dir.) (1999): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid.
- 2001: *El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española*, Cuadernos de Derecho y Comercio, 35: 11 y sigs.
- FUENTES NAHARRO, M. (2007): *Grupos de sociedades y protección de acreedores (una perspectiva societaria)*, Madrid.
- GIRGADO PERANDONES, P. (2001): *La empresa de grupo y el Derecho de sociedades*, Granada.
- 2002: *La responsabilidad de la sociedad matriz y de los administradores en una empresa de grupo*, Madrid.
- GUERRA MARTÍN, G. (2003): *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho europeo*, Pamplona.
- LATORRE CHINER, N. (2003): *El administrador de hecho en las sociedades de capital*, Granada.
- OLIVENCIA, M. (2002): *El gobierno de las sociedades*, en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, II, Madrid: 1771 y sigs.
- RECALDE, A. (2002): *Organización y «buen gobierno» de las sociedades anónimas cotizadas*, Noticias de la Unión Europea, 210: 77 y sigs.
- SÁNCHEZ CALERO, F. (2001): *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid.
- SÁNCHEZ CALERO, F. Y GUILARTE, J. (2002): *El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada*, *Revista de Derecho Mercantil*, 246: 1653 y sigs.

---

## *Estructuras de propiedad y grupos empresariales en España*

El trabajo parte del análisis de las estructuras de propiedad y control de las empresas españolas para, destacando el papel relevante de las participaciones accionariales entre las empresas, profundizar en la identificación y estudio de los grupos empresariales en España. Para ello cuenta con datos del año 2006 sobre casi 200.000 empresas españolas recogidas en la base de datos española SABI, y más de 4.700.000 empresas europeas en la base de datos Amadeus.

*Jabetza-egiturei buruz nahiz enpresa espainiarren kontrolari buruz eginiko azterketa da lan honen abiaburua, eta Espainiako enpresa-taldeak gero eta hobeto identifikatu eta ikertzea du helburu, enpresen arteko akzio-partiketak zenbaterainoko garrantzia daukan azpimarratuz. Horretarako, 2006ko datuak aztertu ditu: Espainiako ia 200.000 enpresari buruzkoak (SABI datu-base espainiarrekoak) eta 4.700.000 enpresa europarrei buruzkoak (Amadeus datu-basekoak).*

The paper starts from the analysis of the Spanish companies property and control structures, highlighting the main role of the shareholders among the companies, and then studies in depth the identification of the business groups in Spain. For that purpose, it uses data from almost 200,000 Spanish companies registered in the 2006 Spanish data base (SABI). It also uses data from more than 4,700,000 European companies from the Amadeus data base.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. La razón de ser de los grupos empresariales
  3. La identificación de los grupos empresariales
  4. Datos y método
  5. Estructuras de propiedad de las empresas españolas
  6. Grupos empresariales en España
  7. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: estructuras de propiedad, grupos empresariales.

Keywords: ownership structure, groups of enterprises.

N.º de clasificación JEL: G32.

### 1. INTRODUCCIÓN

La progresiva separación entre propiedad y control de las empresas, y la consiguiente desvinculación entre los intereses de sus gestores y los objetivos de rentabilidad y maximización de valor perseguidos por sus accionistas, han derivado, en los últimos años, en una importante línea de investigación en torno al estudio de las estructuras de propiedad de las empresas. El nivel de presión y control ejercido sobre los gestores según la naturaleza (tipo de accionista) y el grado de concentración de la

propiedad se han convertido en objeto de análisis por su posible repercusión sobre la forma de gestionar las empresas, sus decisiones de inversión-financiación, su orientación internacional y los resultados obtenidos por éstas (Shleifer y Vishny, 1986; Leech y Leahy, 1991; Prowse, 1992; Maher y Anderson, 1999; Morck, Nakamura y Shivdasani, 2000; Patterson, 2001; Walt, Ingleley y Diack, 2002; Evans, Evans y Loh, 2002; Douma, George y Kabir, 2003; Jones y Danbolt, 2003; Welch, 2003; Alves y Mendes, 2004; Bauer, Guenster y Otten, 2004; Tong y Ning, 2004, entre otros). La evidencia empírica, no siendo en todos los casos concluyente, sí ha permitido vislumbrar relaciones interesantes al respecto.

En España, el estudio de las estructuras de propiedad y control ha ido de la mano de autores como Mato (1990), Galve y Salas (1992, 1993 y 1994), Crespí y García-

---

\* Los autores agradecen el apoyo financiero obtenido de la Diputación Foral de Gipúzkoa a través del Programa Red guipuzcoana de Ciencia, Tecnología e Innovación del Departamento para la Innovación y la Sociedad del Conocimiento, y del Gobierno Vasco a través de las ayudas concedidas por el Departamento de Educación, Universidades e Investigación al grupo de investigación al que ambos pertenecen.

Cestona (2001 y 2002), Cuervo, Fernández y Gómez (2002), entre otros. La información ofrecida por la Central de Balances del Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha permitido aproximarse a la realidad española sobre el tema, aunque, por las características de ambas fuentes, de forma muy sesgada hacia las empresas españolas de mayor tamaño.

Por otra parte, y además de su relación con el desempeño y decisiones de inversión-financiación de las empresas, la profundización en el análisis de la propiedad de las empresas ha puesto de manifiesto la importante y creciente relevancia de las participaciones accionariales entre empresas y, derivado de ellas, de los grupos empresariales a los que éstas dan lugar. Así, por ejemplo, los trabajos empíricos sobre estructuras de propiedad y control de las empresas españolas (Galve y Salas, 1992, 1993 y 1994; Crespí y García-Cestona, 2001 y 2002) muestran cómo las empresas no financieras se erigen como el principal tipo de accionista de las sociedades cotizadas, y las empresas extranjeras ocupan el tercer puesto en importancia a través de participaciones accionariales elevadas que buscan, en la amplia mayoría de los casos, el control de las empresas participadas.

Hablar de grupos empresariales es hablar de una realidad heterogénea y compleja que se hace presente a lo largo y ancho del planeta en todo tipo de países —independientemente de su tamaño y grado de desarrollo—, y que, en buena medida, son fruto del proceso de globalización en el que estamos inmersos. Su papel relevante en las diferentes economías, en general, ha motivado nuestro interés por su estudio en el caso de España.

Así, pues, el presente trabajo persigue destacar el papel relevante de las relaciones de propiedad entre las empresas y profundizar en la identificación y estudio de los grupos empresariales en España, partiendo del análisis de las estructuras de propiedad y control de las empresas españolas. Para ello, por un lado, hemos contado con datos del año 2006 sobre casi 200.000 empresas españolas, recogidas en la base de datos española SABI, y de más de 4.700.000 empresas europeas en la base de datos Amadeus. Por otro lado, hemos aplicado un método de identificación de grupos empresariales que ha tenido en cuenta las vías de control a través de participaciones indirectas. El acceso que las dos bases de datos utilizadas permiten a un número tan amplio de empresas, y la consideración de las participaciones indirectas en el control de las empresas han hecho posible ofrecer una visión mucho más completa y cercana a la realidad española de lo que los estudios previos realizados sobre el tema —que adolecían de un importante sesgo hacia las empresas de gran tamaño—, han permitido hasta el momento.

## 2. LA RAZÓN DE SER DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES

Los grupos empresariales son supra-organizaciones compuestas por empresas legalmente independientes unidas por mecanismos tales como las participaciones accionariales, y que gestionan conjuntamente algunos recursos necesarios para su actividad empresarial (Collin, 1998). Representan, por lo tanto, una estructura de gobierno basada en la creación de redes interorganizativas (Williamson, 1996) que combina las ventajas de una estructura flexible (las unidades jurídicas son indepen-



dientes), con las derivadas de centralizar algunas funciones importantes para lograr economías de escala y de alcance. Pero, ¿cuáles son los motivos que justifican su existencia?

En la literatura sobre los grupos empresariales no existe aún una teoría unificada ni una respuesta única para esta cuestión. La mayoría de los autores coincide en que los grupos empresariales emergen como una solución organizativa a los problemas generados por las instituciones de mercado (trabajo, capital, etc.) inexistentes o ineficientes (Leff, 1978; Khanna y Palepu, 1997 y 1999; Ghemawat y Khanna, 1998; Toulan, 2001), más propios de las economías emergentes que de las desarrolladas. Los grupos dan respuesta a problemas tales como: la escasez de capital, la ausencia de opciones de inversión para diversificar el riesgo o la existencia de información asimétrica. En estas situaciones, los costes de intermediación asociados a la constitución de lazos bilaterales entre las empresas son menores que los costes asociados a la superación de los problemas señalados, y ello da lugar a la aparición de los grupos empresariales.

En los trabajos que han analizado las causas de aparición de los grupos empresariales en las economías emergentes se subrayan los siguientes motivos principales: a) los grupos permiten a las empresas que tienen necesidades de financiación conseguir el capital interno disponible dentro del grupo al que pertenecen, superando así las dificultades que pueden tener para lograr esta financiación a través del mercado externo de capitales (Myers y Majluf, 1984; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1987; Greenwald y Stiglitz, 1993; Teece, 1996); b) cuando las empresas acceden al capital externo pueden lograr condiciones más ventajosas si pertenecen a un grupo em-

presarial, debido a los menores riesgos existentes<sup>1</sup> (Khanna y Yafeh, 2005); c) los grupos empresariales permiten suplir el déficit de servicios empresariales complementarios (suministradores, distribuidores, etc.) que puede existir en las economías emergentes, mediante la integración vertical o la diversificación hacia negocios relacionados, con el fin de desarrollar una infraestructura equivalente (Khanna y Rivkin, 2001); d) las empresas ubicadas en las economías emergentes, donde la protección de la propiedad intelectual es más débil, pueden tener más fácil acceso a la tecnología de proveedores externos si pertenecen a un grupo, ya que éstos se muestran más confiados en ceder su tecnología a las empresas que pertenecen a grupos empresariales con reputación internacional, que a las empresas independientes de dichas economías emergentes (Hobday, 1995; Khanna y Palepu, 1999; Amsden y Hikino, 1994; Kock y Guillén, 2001).

Además de los trabajos que han analizado la función de los grupos empresariales en las economías emergentes, también hay trabajos recientes (Mahmood y Mitchell, 2004; Chang, Chung y Mahmood, 2006) que señalan que la pertenencia a un grupo puede incrementar la capacidad de innovación de una empresa, porque se tiene acceso a recursos (capital, tecnología, talento, etc.) del grupo empresarial, y en estos casos normalmente se actúa con un horizonte temporal más amplio en las inversiones en I+D (Claessens *et al.*, 2000). La transferencia del conocimiento también puede ser más fácil entre las filiales de un grupo que entre empresas independientes (Encaoua y Jacquemin, 1982), aunque las dificultades

<sup>1</sup> Siempre y cuando los riesgos de la empresa sean independientes de los riesgos de las restantes filiales del grupo.

aumentan a medida que se incrementa la complejidad de las organizaciones jerárquicas (Szulanski, 1996; Hansen, 1999). Además, los grupos pueden hacer uso del mercado de trabajo interno del grupo (por ejemplo, de personal científico) para facilitar la difusión del conocimiento tecnológico entre sus filiales. Pero los grupos empresariales también pueden ser un obstáculo a la innovación al crear barreras de entrada que dificultan la entrada de nuevas empresas con ideas innovadoras. Hay autores que advierten de que los beneficios en materia de innovación derivados de la pertenencia a un grupo empresarial parecen reducirse a medida que en un país se van desarrollando determinadas infraestructuras institucionales ligadas a la innovación (Leff, 1978; Khanna y Palepu, 1997).

Otras ventajas adicionales asociadas a los grupos empresariales serían que permiten reasignar los recursos monetarios de una filial a otra (Khanna y Yafeh, 2005), ejercen una función de aseguramiento en mercados inestables (Strachan, 1976), otorgan una mayor estabilidad y regularidad en los rendimientos empresariales (Nakatani, 1984), y hacen posible la inyección de nuevos recursos financieros en condiciones más ventajosas que las del mercado externo, a aquellas empresas del grupo que presentan peores resultados (Morck y Nakamura, 1999; Friedman, Johnson y Mitton, 2003).

### **3. LA IDENTIFICACIÓN DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES**

A pesar del creciente peso de los grupos empresariales en la economía han sido escasos los estudios que han tratado de analizar este fenómeno, en parte por la dificultad existente al definir el concepto de grupo

empresarial, y en parte por la escasez de estadísticas disponibles que tengan como unidad estadística el grupo empresarial o la carencia de datos secundarios que permitan determinar la identidad de los propietarios últimos en los grupos empresariales.

Los trabajos empíricos llevados a cabo en el ámbito internacional para estudiar los grupos empresariales se han enfrentado también con este problema, y han seguido distintos caminos.

En algunos estudios, los datos sobre filiación a un grupo empresarial se han obtenido a través de encuestas dirigidas a las propias empresas. Es el caso de Iacobucci (2002), que realiza un estudio sobre grupos empresariales en el sector manufacturero italiano, partiendo de los datos recopilados en una encuesta que periódicamente realiza el banco Mediocredito Centrale.

En otros casos, los trabajos se han centrado en aquellos países en los que, por diversas circunstancias, existen datos sobre grupos empresariales. Buen ejemplo de ello lo constituyen, por ejemplo, los trabajos comparativos que Khanna y Rivkin (2001) y Khanna y Yafeh (2005) llevan a cabo sobre la realidad de los grupos empresariales en más de una decena de economías emergentes de procedencia geográfica muy diversa, partiendo de los grupos identificados en cada país por las autoridades reguladoras, los proveedores privados de información, las instituciones bursátiles o los equipos de investigación de dichos países. Otra muestra la encontramos en los trabajos que se han centrado en el estudio de países como Corea del Sur y Taiwan (Chung, 2001; Mahmood y Mitchell, 2004; Chang, Chung y Mahmood, 2006), donde la gran importancia económica de los grupos empresariales existentes ha hecho que desde

los organismos oficiales de estos países se recopilen datos acerca de los mismos, o Chile (Khanna y Palepu, 2000; Khanna y Rivkin, 2006), donde, a raíz de la crisis económica que sufrieron en 1982-1983, las autoridades reguladoras (Superintendencia de Valores y Seguros) recopilan información sobre los grupos empresariales existentes en el país.

Otro conjunto de trabajos que han analizado los grupos empresariales se ha basado en el estudio de casos. Por ejemplo, Ghemawat y Khanna (1998) analizan la naturaleza de los grupos empresariales diversificados a través del estudio de dos importantes grupos empresariales de la India. Collin (1998) contrasta cuatro hipótesis sobre la existencia de los grupos empresariales mediante el estudio de dos grupos empresariales en Suecia.

En general, existe una cierta dificultad a la hora de estudiar la realidad de los grupos empresariales, y los trabajos empíricos llevados a cabo están muy condicionados por la disponibilidad de los datos de afiliación a grupos, y por las definiciones de grupo empresarial adoptadas en cada una de las fuentes que, al no ser homogéneas, pueden dificultar las comparaciones internacionales.

En el ámbito europeo, como bien se señala desde EUROSTAT, la disponibilidad por parte de las oficinas nacionales de estadística de datos de calidad sobre la subpoblación de empresas que operan bajo estrategias de grupos se considera algo de máxima prioridad en todos los Estados miembros de la Unión Europea, como herramienta básica para el análisis estadístico de la globalización. Desde este organismo se subraya la necesidad de información relativa a este fenómeno, ya que

el grado de desarrollo de los distintos países y las decisiones que se tomen al respecto desde los gobiernos han de estar basadas en un detallado conocimiento de las estrategias que adoptan las empresas para organizar su producción, sus inversiones y sus intercambios comerciales, tanto en el ámbito nacional como internacional. Asimismo, esta información puede ser útil para medir el tamaño real de las empresas o para calcular nuevos indicadores relativos al grado de competencia existente en determinados sectores de actividad.

Sin embargo, aunque se han dado los pasos iniciales para la adopción de esta nueva unidad estadística, tanto la mecánica de los procesos como los criterios de clasificación de las unidades se encuentran aún en fase de desarrollo (DIRCE, 2003). En un primer paso, el Reglamento del Consejo 696/93 define el grupo empresarial como un conjunto de empresas bajo control de la cabeza de grupo (denominada matriz) que no está controlada (directa o indirectamente) por ninguna otra unidad jurídica, de forma que toda empresa filial de una filial se considera como filial de la empresa matriz. El concepto de control de esta definición está basado en la influencia dominante que puede ejercer la matriz sobre las estrategias a medio y largo plazo de un conjunto de filiales, y habitualmente se consigue a través de la adquisición de la mayoría absoluta de los derechos de voto, aunque no siempre es necesaria esa mayoría absoluta para ejercer una influencia dominante. En situaciones en las que existe un accionista principal, con una participación relevante aunque no mayoritaria, acompañado de un gran número de accionistas minoritarios, éste puede ejercer el control efectivo sobre la empresa al no existir ninguna oposición por parte de los restantes accionistas.

Otro aspecto a destacar en esta definición de grupo empresarial es que excluye a las personas físicas como posibles cabezas de grupo. Esta decisión puede conducir a una sobrevaloración o a una infravaloración del número de grupos empresariales existentes en un país. La sobrevaloración se producirá cuando se identifiquen varios grupos aparentemente distintos que están controlados por una misma persona física. Y la infravaloración podrá darse cuando varias empresas, aparentemente independientes y clasificadas como no pertenecientes a ningún grupo empresarial, estén sometidas en realidad al control de una misma persona física que actúa como cabecera de grupo. Estas empresas, que de acuerdo con la definición de grupo señalada catalogaríamos como independientes, son en realidad parte de un grupo empresarial.

En un segundo paso, y para hacer operativa esta definición, tanto EUROSTAT como el DIRCE señalan que para identificar una situación de control es suficiente que se cumpla al menos una de estas reglas:

- Que una unidad legal posea más del 50% de los derechos de voto de otra unidad legal, bien directamente (control directo), o bien a través de filiales (control indirecto).
- Que una unidad legal consolide totalmente las cuentas de otra unidad legal.
- Que el vínculo de control de una unidad sobre otra tenga presencia en fuentes administrativas, aunque este vínculo sea inferior al 50% de los derechos de voto, y no exista ninguna otra unidad legal con un porcentaje superior de propiedad.

Cuando la unidad que tiene el control último está implantada en el territorio nacional, se habrá detectado un grupo nacional,

y cuando dicha unidad no reside en España, siguiendo la terminología adoptada por EUROSTAT, estaremos ante un grupo truncado no nacional, es decir, la parte implantada en España de un grupo multinacional no residente. Debe tenerse en cuenta que estos grupos truncados pueden estar formados por varias unidades y subgrupos, aparentemente no vinculados, que realmente tienen una matriz extranjera común.

Si ahora analizamos el concepto de grupo desde la perspectiva contable, la Séptima Directiva del Consejo 83/349 establece la presunción de que existe un grupo empresarial cuando al menos el 20% del capital o de los derechos de voto de una empresa están controladas por otra empresa, y ningún otro accionista posee una participación superior. Una presunción similar ha sido adoptada recientemente por el nuevo Plan General de Contabilidad de 2007, al entender que existe influencia significativa de una empresa sobre otra cuando posee al menos del 20% de los derechos de voto de la otra sociedad.

Podemos resumir diciendo que los estudios previos sobre las estructuras de propiedad y control en las empresas españolas se han centrado principalmente en las empresas de mayor tamaño (dejando de lado las pymes); por otro lado, los grupos empresariales son un fenómeno de gran relevancia económica aún poco estudiado en España, y, además, disponemos de las bases de datos SABI y Amadeus con información sobre los accionistas y las filiales de un elevado número de empresas españolas y europeas.

En el presente trabajo nos hemos planteado los siguientes objetivos principales:

1. Describir la importancia de los grupos empresariales en España, a través del

análisis de las estructuras de propiedad y control de las empresas españolas.

2. Adoptar un método de identificación de grupos empresariales.
3. Describir los grupos empresariales con matriz española resultantes de la aplicación de dicho método.

## 4. DATOS Y MÉTODO

### 4.1. Fuente de los datos

Para ofrecer una descripción de las estructuras de propiedad y control de las empresas españolas, y aplicar el método que hemos definido para la identificación de grupos empresariales en España, hemos utilizado los datos disponibles en la base de datos SABI en el año 2006, cuya fuente principal de información es el Registro Mercantil. Tras comparar el número total de empresas de SABI con las que están contenidas en el DIRCE (INE), hemos llegado a la conclusión de que el grado de cobertura es de, aproximadamente, el 62% en el año 2006<sup>2</sup>. Por lo tanto podemos afirmar que la descripción que ofrecemos para el 2006 constituye una buena aproximación a la realidad del tejido empresarial español.

Del total de empresas disponibles en esta base de datos, hemos seleccionado aquellas que ofrecen datos acerca de su accionariado, es decir, aquellas que informan acerca de quién es el accionista, y

<sup>2</sup> A la hora de comparar ambas bases de datos se ha tenido en cuenta que DIRCE incluye todas las empresas correspondientes a personas físicas (que hemos excluido del cómputo total), mientras que en SABI estas son prácticamente inexistentes pues carecen de la obligación de depositar sus cuentas en el Registro Mercantil.

cuál es su participación en el capital. Esto nos ha permitido analizar en España un conjunto de 194.571 empresas en 2006. Las características principales de este colectivo de empresas son las siguientes:

- el 85% se trata de sociedades limitadas;
- en su mayoría son empresas de menos de 250 empleados, siendo el 77,3% el colectivo de empresas de menos de 10 empleados, y
- el 44,8% desarrolla su actividad en el sector servicios, el 24,5% se dedica al comercio, el 13,9% a la construcción, el 14,4% son empresas industriales y el 2,4% pertenece al sector primario.

En el proceso de identificación de los grupos empresariales existentes en España, también se han utilizado los datos disponibles en la base de datos Amadeus de 2006, que recoge datos sobre el accionariado de más de 4,7 millones de empresas europeas, así como los datos sobre filiales que ofrece la base SABI para las empresas españolas. Estas fuentes nos han permitido rastrear los vínculos transnacionales existentes entre las empresas españolas y las extranjeras.

### 4.2. Método

Las estructuras de propiedad y control de las empresas se han analizado a través de dos indicadores: la naturaleza del accionariado y el grado de concentración de la propiedad en manos del accionista principal.

Los diferentes tipos de accionistas que se recogen en SABI y Amadeus son los siguientes: entidades de crédito, individuos y familias, empresas no financieras nacionales, empresas extranjeras, sector públi-

co, intermediarios financieros no bancarios<sup>3</sup> y otros<sup>4</sup>. Para acometer el estudio ha sido necesario preparar estas bases de datos llevando a cabo una serie de labores de codificación. Por un lado, se ha calculado el ranking que ocupa cada accionista en el accionariado de cada empresa y, por otro lado, se ha determinado para cada empresa cuál es la naturaleza del accionista dominante que controla más del 50% del capital.

Para identificar los grupos empresariales presentes en España en el año 2006 del modo más preciso posible, han sido necesarios dos pasos muy importantes: primero, definir con exactitud el concepto de grupo empresarial para poder identificar los grupos empresariales de acuerdo con esa definición; y segundo, diseñar un método para identificar adecuadamente los diferentes grupos empresariales.

El concepto de grupo empresarial que hemos manejado en este estudio es el de un conjunto de empresas que está bajo el control de la cabeza del grupo, a la que denominamos empresa matriz, y que debe cumplir la condición de no estar controlada directa o indirectamente por ninguna otra empresa. Ahora bien, para hacer operativa esta definición ha sido necesario decidir a partir de qué punto se considera que las participaciones accionariales de una empresa sobre otra otorgan a la primera un poder de influencia y control sobre el proceso de toma de decisiones. En este punto se ha decidido asumir como válida la presunción recogida en el nuevo Plan General de Contabilidad de 2007, según la cual se

considera que existe influencia significativa de una empresa sobre otra cuando se posea al menos el 20% de sus derechos de voto.

Posteriormente, se ha desarrollado un método para identificar los grupos empresariales que nos permite describir cuál es la empresa matriz del grupo, cuáles son las filiales que controla directa o indirectamente esa matriz, cuáles son las participaciones accionariales que vinculan a las empresas integrantes de un grupo, y cuál es la distancia o niveles que separa a una empresa filial de su matriz.

El método de identificación de grupos diseñado es un proceso iterativo que ha consistido en:

- Primero, identificar las empresas que controlan directamente a otras empresas. Para cada empresa participada hemos anotado el identificador de la empresa que la controla, y el nivel de la participación, entendiendo por nivel la distancia que separa a una filial de su matriz. En este primer paso, al tratarse de participaciones directas, este nivel o distancia se ha valorado en uno. También hemos anotado el porcentaje de participación accionarial que tiene la empresa «padre» sobre la empresa «hija».
- Segundo, verificar, en los pasos sucesivos, si detrás de la empresa que provisionalmente hemos identificado como matriz existe otra empresa que la controla a través de una participación accionarial que cumple las siguientes condiciones: que sea mayor o igual al 20%, y que el accionista sea el máximo o uno de los máximos accionistas de la empresa. En caso afirmativo, en todos los registros en que

<sup>3</sup> Se incluyen las compañías de seguros, las empresas financieras y los fondos de inversión y de pensiones.

<sup>4</sup> Se incluyen los empleados, directivos, fundaciones y la autocartera.

esto sucede hemos sustituido el identificador de la matriz final que hasta este momento estaba registrado en la base de datos, por el identificador de la nueva empresa que es la máxima accionista de dicha matriz final. De esta forma, la nueva empresa matriz pasa a ser la matriz final de las empresas en las que participa directamente como máximo accionista, y de todas sus filiales en las que son también los máximos accionistas. Asimismo, hemos tomado nota de la distancia que separa a la matriz de cada una de las filiales.

De esta forma, en sucesivas iteraciones hemos llegado a identificar las empresas que son cabeceras de los grupos empresariales, y hemos medido la distancia (nivel) que las separa de cada una de las filiales del grupo. En el momento en que ninguna de las empresas identificadas como matriz tiene a su vez a otra empresa como accionista principal con una participación igual o superior al 20%, se ha finalizado el proceso de identificación de matrices para ese grupo. Cuando existen participaciones cruzadas entre las empresas de un grupo, el procedimiento descrito conduce a un bucle sin fin que impide determinar cuál es la empresa que actúa como matriz del grupo. Estos casos, que no son numerosos, han sido debidamente catalogados y excluidos de la presentación de los resultados.

La base de datos Amadeus ha servido para rastrear si una empresa extranjera, que figura como accionista de una empresa española, está a su vez controlada por otra empresa extranjera. Esto nos ha permitido seguir la pista de las empresas extranjeras que tienen el control final de numerosas empresas españolas, y determinar con mayor precisión el origen de esos grupos em-

presariales extranjeros. Por su parte, los datos de filiales contenidos en SABI nos han permitido identificar numerosas filiales que controlan los grupos empresariales españoles a lo largo de todo el mundo, completando así los datos sobre el accionariado que ofrece SABI.

Dado que las bases de datos SABI y Amadeus sólo contienen datos del accionariado de empresas europeas, deben tomarse con cierta cautela las matrices identificadas fuera de Europa. Como no ha sido posible seguir el rastro de los accionistas de estas empresas, podría suceder que la cabecera de grupo que nosotros hemos identificado, así como su país de origen, no se correspondan con la matriz última del grupo empresarial.

## 5. ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Tal y como hemos apuntado anteriormente, el estudio de las estructuras de propiedad y control de las empresas se ha centrado, tradicionalmente, en conocer en manos de quiénes está (tipo de accionista) y cómo se distribuye (grado de concentración) el capital de las empresas, para, posteriormente, analizar su repercusión en la forma de gestionarlas y ejercer un control significativo sobre los gestores no accionistas.

En este apartado nos hemos centrado, precisamente, en describir el panorama que, a este respecto, presentan las empresas españolas en 2006, con el propósito de descubrir quién y en qué medida ejerce su control sobre las mismas, y, en última instancia, conocer la importancia que tienen las relaciones de propiedad interempresariales en España.

Siguiendo las investigaciones sobre la propiedad de las empresas, nuestro interés se ha centrado inicialmente en conocer el grado de participación de los distintos tipos de inversores en la propiedad de las empresas españolas: en qué medida están presentes en éstas, qué porcentaje de los fondos propios está en sus manos, y cuál es su participación accionarial media por empresa (cuadro n.º 1).

De acuerdo con los datos recogidos en el cuadro, los inversores más frecuentes en las empresas españolas son los individuos y familias —que participan en más de las dos terceras partes de las empresas españolas—, seguidos por las empresas no financieras nacionales y, aunque de lejos, las empresas extranjeras. El panorama cambia bastante si hablamos del poder inversor, en términos monetarios, y de la participación accionarial media por empresa de los diferentes tipos de accionistas.

En cuanto al reparto de la propiedad (fondos propios) de las empresas españolas, las grandes protagonistas son las empresas, tanto las no financieras nacionales que poseen casi el 50% del capital total, como las extranjeras que poseen algo más del 20% del total de los fondos propios. Los individuos y familias, a pesar de su gran presencia en las empresas, pasan a ocupar el tercer puesto, mostrando una clara vocación inversora por las empresas de pequeño y mediano tamaño, al contrario que las empresas, (tanto no financieras nacionales como extranjeras), que tienen una mayor presencia relativa en las empresas de mayor tamaño. Aunque estos resultados varían respecto de los obtenidos por Navarro (2007) en su análisis de la estructura de propiedad de las empresas españolas a partir de los datos contenidos en las Cuentas Financieras de la economía española

que publica el Banco de España (en su análisis, las empresas no financieras se sitúan alrededor del 35% y familias y empresas extranjeras alrededor del 25% en ambos casos), coinciden en constatar la mayor importancia relativa de estos tres tipos de inversores frente a las entidades financieras, las instituciones financieras no bancarias y el sector público en la estructura de propiedad de las empresas españolas.

La participación accionarial media del conjunto de accionistas analizados es del 53,9%, aunque se observan importantes diferencias en función del tipo de inversor. Así, son las empresas extranjeras las que, en este caso, destacan con el valor medio más alto (78,4%), seguidas por las empresas no financieras españolas (61,4%). El promedio de participación de individuos y familias (50,6%) se sitúa en cuarto lugar, a bastante distancia de los anteriores.

Estos datos son muy concluyentes sobre la relevancia de las relaciones de propiedad y control entre empresas en España, ya que, si bien los individuos y familias participan en un amplio número de pequeñas empresas, son las empresas en su conjunto —no financieras nacionales y extranjeras—, las responsables del mayor volumen de inversión en el tejido empresarial español. Además, resulta evidente que su inversión es más selectiva (sobre todo en el caso de las empresas extranjeras) que la de los individuos y familias, pues se concentra en un menor número de empresas, y de mayor tamaño, sobre las que ejercen, en promedio, un mayor control (especialmente intenso en el caso de las empresas extranjeras).

Sobre el papel de las entidades financieras, el sector público y las instituciones financieras no bancarias, cabe señalar que



éste es más bien secundario. Su presencia es escasa, tanto en lo relativo al número de empresas participadas, como al porcentaje del total de los fondos propios que poseen, y se centra especialmente en las empresas de gran tamaño sobre las que mantienen una participación accionarial media más baja que en los casos anteriores.

Al hilo de los resultados obtenidos, nos ha parecido oportuno profundizar en la relación existente entre el tamaño de las empresas y la naturaleza del accionista. Para ello hemos elaborado un índice que hemos denominado como «índice de apuesta inversora por tamaño» (gráfico n.º 1). Este índice se ha calculado relacionando, a través

de un cociente, la proporción de fondos propios invertidos por cada tipo de accionista en un tramo de tamaño determinado, con la proporción que representan los fondos propios de las empresas del tramo correspondiente sobre los recursos propios del total de empresas. Un valor del índice superior a 1 indica que el tipo de accionista está invirtiendo en ese tramo de tamaño por encima de la proporción de los fondos totales de la economía invertidos en ese tramo. Luego se puede afirmar que este tipo de accionista considera dicho tramo más interesante dentro de su cartera de inversiones. Y sucede lo contrario cuando el valor del índice es inferior a 1.

Cuadro n.º 1

### Empresas participadas, promedio de participación accionarial y fondos propios por tipo de accionista en España. 2006

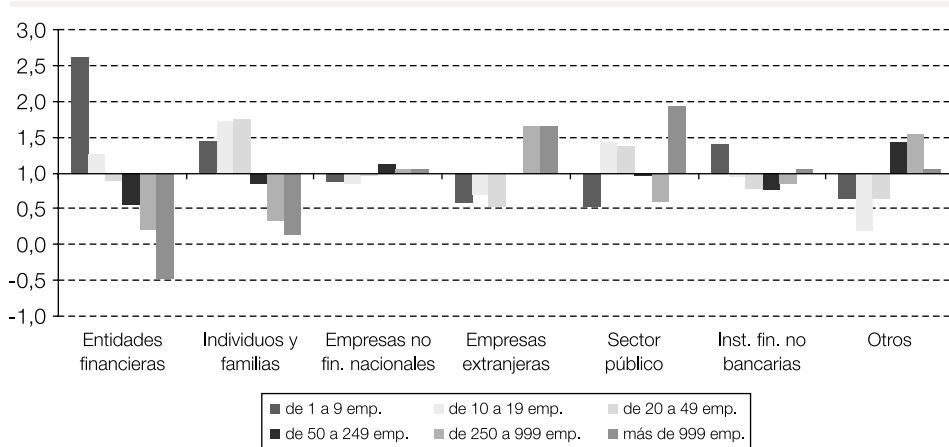
	Empresas participadas		Prom. participación accionarial (%)	Fondos propios	
	Número	%		euros	%
Entidades financieras	1.421	0,7	43,6	17.186.806.276	4,4
Individuos y familias	134.244	69,0	50,6	65.335.094.979	16,8
Empresas no financieras nacionales	55.937	28,7	61,4	186.983.231.586	48,1
Empresas extranjeras	8.840	4,5	78,4	79.316.933.280	20,4
Sector público	1.194	0,6	54,4	11.906.461.874	3,1
Inst. financieras no bancarias	3.389	1,7	45,5	26.811.107.199	6,9
Otros	588	0,3	30,9	1.159.951.241	0,3
<b>Total</b>	<b>194.571</b>	<b>100,0</b>	<b>53,9</b>	<b>388.699.586.434</b>	<b>100,0</b>

Nota: Las empresas pueden estar participadas por más de un tipo de accionista. Por ese motivo, el total de empresas participadas no coincide con la suma del número de empresas participadas por cada tipo de accionista.

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Gráfico n.º 1

**Índice de apuesta inversora por tamaño de cada tipo de accionista en las empresas españolas. 2006**



Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Los resultados revelan que mientras las empresas no financieras nacionales muestran un interés muy similar al promedio en todos los casos (con cierta preferencia hacia las empresas de mayor tamaño), los individuos y familias apuestan claramente por las empresas de los tres tramos de menor tamaño (entre 1 y 49 empleados), y las empresas extranjeras tienen una clara preferencia por las empresas de más de 250 empleados. Las entidades financieras y las instituciones financieras no bancarias destacan en el tramo de empresas de menor tamaño y la tendencia del sector público es difícil de determinar, si bien se observa una clara apuesta por las empresas de mayor tamaño.

Por último, con relación a la naturaleza del accionista principal de las empresas, y para conocer hasta qué punto existen diferencias significativas, hemos calculado la

participación accionarial media del accionista principal y el porcentaje de empresas en las que cada tipo de accionista es el accionista principal por Comunidades Autónomas (cuadro n.º 2). Respecto al primero de los aspectos, las diferencias no resultan significativamente grandes y las comunidades que más se alejan del promedio del 77,5% son, por encima, Canarias con el 82,6% y, por debajo, la Rioja con el 68,9%.

En lo que se refiere a la naturaleza del accionista principal de las empresas, si bien la importancia relativa de cada tipo no varía por comunidades, sí se observan diferencias muy notables en los porcentajes asociados a los mismos. Así, por ejemplo, en el País Vasco la relevancia de los individuos y familias es inferior a la del resto de comunidades (el 58,1%, el porcentaje más bajo), pero es mayor la de las entidades financieras (1%, el porcentaje más alto junto a Ara-

Cuadro n.º 2

**Naturaleza del accionista principal en las empresas españolas, por comunidades autónomas. 2006**

Comunidad Autónoma	N.º de empresas	% participación accionista principal		Naturaleza del accionista principal (%)							
		Media	Desv. tip.	Entidades financieras	Individuos y familias	Empr.no financieras nacionales	Empresas extranjeras	Sector público	Inst. financieras no bancarias	Otros	TOTAL
Andalucía	25.755	78,3	28,6	0,3	77,4	17,7	3,1	0,8	0,7	0,1	100,0
Aragón	5.030	76,8	29,3	1,0	65,4	28,8	2,7	0,9	0,9	0,3	100,0
Asturias	2.896	76,0	29,0	1,0	69,7	25,6	0,9	0,7	1,9	0,2	100,0
Baleares	4.811	79,8	28,3	0,2	61,4	33,2	3,8	0,4	0,7	0,2	100,0
Canarias	6.592	82,6	26,9	0,4	70,2	26,0	1,9	0,7	0,7	0,1	100,0
Cantabria	1.190	75,4	28,7	0,8	64,8	30,3	1,7	1,0	1,3	0,2	100,0
Castilla La Mancha	6.374	73,7	29,7	0,1	83,9	14,5	0,8	0,1	0,4	0,1	100,0
Castilla-León	7.626	72,2	30,1	0,4	74,2	23,1	1,0	0,4	0,8	0,1	100,0
Cataluña	38.577	78,6	28,1	0,4	59,0	31,7	6,9	0,4	1,5	0,2	100,0
Ceuta y Melilla	285	70,6	32,0	0,4	77,9	20,0	0,4	0,7	0,7	-	100,0
Extremadura	2.419	75,2	30,7	0,6	78,4	19,3	0,7	0,3	0,7	0,1	100,0
Galicia	11.734	75,5	28,8	0,2	76,1	21,1	0,9	0,3	1,3	0,1	100,0
Madrid	41.123	78,0	29,0	0,9	61,9	27,2	7,5	0,3	2,0	0,2	100,0
Murcia	5.067	77,0	29,5	0,2	78,5	19,2	0,9	0,5	0,6	0,1	100,0
Navarra	2.225	70,5	30,5	0,7	59,5	32,2	4,3	1,3	1,7	0,4	100,0
País Vasco	8.629	75,3	30,1	1,0	58,1	33,0	3,6	1,5	2,5	0,4	100,0
Rioja	1.128	68,9	30,6	0,8	61,5	34,0	1,7	0,6	1,2	0,2	100,0
Valencia	23.105	78,7	28,4	0,2	75,9	21,3	1,6	0,3	0,6	0,1	100,0
Sin dato	5	87,0	21,7	-	80,0	20,0	-	-	-	-	100,0
<b>TOTAL</b>	<b>194.571</b>	<b>77,5</b>	<b>28,9</b>	<b>0,5</b>	<b>68,1</b>	<b>25,4</b>	<b>4,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

gón y Asturias), las empresas no financieras nacionales (el 33%, el tercer porcentaje más alto), el sector público (el 1,5%, el porcentaje más alto) y las instituciones financieras no bancarias (el 2,5%, también el porcentaje más alto); algo parecido a lo que sucede con Navarra (59,5%, 0,7%, 32,2%, 1,3% y 1,7%, respectivamente). En el lado opuesto se sitúa Castilla la Mancha, que destaca porque los individuos y familias presentan el porcentaje más alto de todas las comunidades (83,9%), mientras que las entidades financieras (0,1%), las empresas no financieras nacionales (14,5%), el sector público (0,1%) y las instituciones financieras no bancarias presentan los porcentajes más bajos. Las empresas extranjeras tienen un peso superior al resto como accionistas principales de las empresas de Madrid y Cataluña, mientras que su presencia como accionistas principales es muy reducida en las empresas de Ceuta y Melilla, Extremadura y Castilla La Mancha. Finalmente, las empresas no financieras españolas tienen una presencia relativa mayor como primeros accionistas en las empresas de La Rioja, Baleares, País Vasco, Navarra y Cataluña, con porcentajes superiores al 31%, y están menos presentes en Castilla La Mancha, Andalucía, Murcia y Extremadura.

Una vez descrita la composición del accionariado en las empresas españolas, y con el fin de conocer hasta qué punto la participación accionarial persigue o no el control de las mismas, hemos analizado el grado de concentración del capital en manos del accionista principal de cada empresa.

Los resultados obtenidos muestran una muy elevada concentración de la propiedad en manos del accionista principal (77,5% de media) que le otorga, en un 69,4% de los casos, el control mayoritario (más del 50% de la propiedad) sobre la empresa

participada —en la mayor parte de los casos (61,7%), además, mediante participaciones superiores al 75%—. Por otra parte, cuando la participación no es mayoritaria, en un alto porcentaje de casos ésta presenta valores superiores al 25% (el 23,9% de los casos la participación accionarial se sitúa entre el 25% y el 50%).

Aunque las cifras hablan por sí solas, hemos querido refrendar nuestras conclusiones sobre el alto grado de concentración de la propiedad comparando la situación de España con la de otros países europeos. Para ello, hemos trabajado con la base de datos Amadeus del año 2006<sup>5</sup> en la elaboración del cuadro n.º 3, en el que mostramos la participación accionarial media mantenida por el principal accionista de las empresas de distintos países europeos, su desviación típica y el número de empresas considerado en el estudio de cada uno de los países. Los datos nos revelan diferencias muy notables entre países.

Paradójicamente, Alemania y Reino Unido paradigmas de los modelos continental y anglosajón, respectivamente, se sitúan en lugares intermedios del ranking de países según la participación media del accionista principal, a uno y otro lado del promedio

---

<sup>5</sup> En este análisis comparativo hemos considerado más de 4,7 millones de empresas europeas en las que, por término medio, contábamos con datos relativos a más del 75% de su estructura accionarial. Aunque estos datos no nos garantizan una descripción exacta de la realidad, ya que la muestra de empresas considerada puede mostrar sesgos de diferente naturaleza, sí creemos que pueden ofrecernos una imagen aproximada del grado de concentración de la propiedad en las empresas de distintos países europeos. Algunos países han sido excluidos del análisis, bien porque el número de empresas incluido en la base de datos era muy reducido (es el caso de Mónaco, Bosnia, Malta, Liechtenstein o Eslovenia), o bien porque la cobertura media de los datos del accionariado disponibles en la base de datos era muy reducida (como por ejemplo, en el caso de Islandia o Chipre).

con participaciones del 81% y 75,1%, respectivamente. La menor concentración de la propiedad se observa en Portugal, Hungría y Grecia, y la mayor en los Países Bajos, Croacia, la Federación Rusa y Suecia, donde los accionistas principales controlan, por término medio, más del 90% del capital. La dispersión en torno a la media presenta sus menores valores en los dos extremos de este ranking. Las empresas españolas se sitúan en una posición intermedia dentro del amplio abanico de países europeos analizados (con un promedio algo inferior a la media global).

En el cuadro n.º 3 se recoge, además, el porcentaje de empresas que pertenecen a un grupo empresarial del total de las recogidas en SABI. Las diferencias a este respecto son muy notables. Excluyendo a Luxemburgo, que por su favorable fiscalidad concentra un número elevado de matrices de grupos empresariales, y teniendo en cuenta las grandes lagunas de información que exhiben algunos países (Hungría, Serbia, Eslovaquia e Italia, por ejemplo), los Países Bajos, Ucrania, Dinamarca, Polonia y Noruega, cuentan con la mayor presencia de grupos empresariales, mientras que Serbia, Hungría, Eslovaquia, Estonia y Rumanía, con la menor. Por otra parte, si, en una primera aproximación, clasificamos los países según su aparente grado de desarrollo, estos datos no parecen apoyar la teoría que asocia el surgimiento de los grupos empresariales al menor nivel de desarrollo de los países.

Para concluir la fotografía sobre las estructuras de propiedad y control del conjunto de las empresas españolas, hemos clasificado las empresas en función del principal accionista mayoritario<sup>6</sup> que, en

consecuencia, controla el destino de las empresas participadas. En esta clasificación hemos generado dos nuevas categorías: la primera para hacer referencia a aquellas empresas controladas por dos tipos de accionistas principales al 50% cada uno, y otra para englobar a las empresas que no cuentan con un accionista principal mayoritario. Del total de las empresas analizadas, el 30,6% se encuentra en estas dos últimas categorías (10,2% y 20,4%, respectivamente) y, en consecuencia, carecen de un único accionista mayoritario (cuadro n.º 4).

En cuanto al 69,4% de las empresas que sí cuentan con un accionista mayoritario, el control que éste ejerce sobre la empresa es casi total, sin que se observen grandes diferencias en función de la naturaleza del accionista. Las participaciones accionariales medias son, en todos los casos, superiores al 91%.

Donde sí se evidencian diferencias según la naturaleza del inversor es en la vocación de control que hay tras la participación en una empresa. Así, las empresas extranjeras son el tipo inversor que más claramente muestra una vocación de control en sus inversiones, ya que aparecen como accionistas mayoritarias en más del 80% de las empresas en las que participan. Las entidades financieras e instituciones financieras no bancarias se sitúan en el otro extremo con un control sobre un porcentaje inferior al 50% de las empresas participadas. En la mitad quedan los individuos y familias, las empresas no financieras nacionales y el sector público.

Por último, destacar que del total de empresas analizadas, el 22,3% (según hemos visto las de mayor tamaño) queda bajo el control de otras empresas, nacionales o

<sup>6</sup> Accionistas con una participación en el capital superior al 50%.

Cuadro n.º 3

**Participación accionarial del principal accionista en las empresas europeas y porcentaje de empresas que pertenecen a un grupo. 2006**

Área geográfica	(a) N.º de empresas en la base de datos	N.º empresas con datos de accionariado	Participación media del accionista principal	Desviación típica	(b) N.º de empresas que pertenecen a un grupo	(b/a) % sobre total
Portugal	85.881	72.183	58,1	21,9	14.721	17,1
Hungría	191.778	22.403	60,6	22,0	5.025	2,6
Grecia	26.602	22.035	62,8	25,2	5.059	19,0
Francia	950.833	286.626	64,3	27,2	135.274	14,2
Italia	541.969	24.409	64,3	31,7	26.209	4,8
Irlanda	126.318	95.730	66,8	24,2	25.004	19,8
Lituania	7.290	3.165	69,1	27,8	1.044	14,3
Noruega	173.439	154.789	70,8	28,1	60.743	35,0
Bélgica	323.912	35.176	71,7	33,0	48.644	15,0
Rep. Checa	53.137	8.764	72,1	26,9	3.283	6,2
Polonia	26.604	17.762	73,5	27,9	10.574	39,7
Reino Unido	2.046.366	1.663.077	75,1	26,0	428.329	20,9
Estonia	55.746	5.825	76,9	26,4	2.512	4,5
Letonia	6.786	4.076	77,0	27,1	959	14,1
España	885.895	194.571	77,5	28,9	106.329	12,0
Luxemburgo	2.729	210	79,2	30,7	2.680	98,2
Austria	128.091	77.041	79,6	25,7	26.027	20,3
Rumanía	445.587	439.034	79,9	24,6	20.043	4,5
Alemania	847.077	812.692	81,0	25,0	190.003	22,4
Serbia	43.385	941	81,1	24,7	318	0,7
Eslovaquia	6.308	146	81,2	27,1	236	3,7
Ucrania	20.299	20.153	81,4	26,8	9.213	45,4
Bulgaria	111.375	102.189	82,0	26,0	14.778	13,3
Finlandia	79.107	6.808	84,1	25,8	9.523	12,0
Macedonia	1.293	616	84,4	24,0	106	8,2
Dinamarca	161.099	76.525	87,9	23,0	71.112	44,1
Suiza	34.126	5.250	88,9	23,7	10.105	29,6
Suecia	252.637	45.922	93,6	18,3	67.969	26,9
Fed. Rusa	420.290	358.792	94,6	16,6	76.068	18,1
Croacia	19.552	7.547	94,9	16,5	1.436	7,3
Países Bajos	352.504	139.000	99,0	7,7	221.748	62,9
<b>Total</b>	<b>8.428.015</b>	<b>4.703.457</b>	<b>78,1</b>	<b>26,2</b>	<b>1.595.074</b>	<b>18,9</b>

Nota: En un determinado país el número de empresas que pertenece a un grupo empresarial puede ser superior al número de empresas que ofrecen datos de su accionariado, ya que si son cabeceras de grupo pueden no ofrecer datos de su accionariado pero sí se contabilizan como empresas integradas en un grupo al figurar como accionistas de las filiales que controlan directamente. Por ello, como las filiales directas pueden ser de un país diferente al de la cabecera del grupo, en un país que es sede de muchas matrices de grupos empresariales internacionales la diferencia entre ambas cifras puede ser significativa cuando las matrices no ofrecen datos de su accionariado (es lo que ocurre, por ejemplo, en Luxemburgo, Suiza o los Países Bajos).

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI y Amadeus.

Cuadro n.º 4

**Concentración de propiedad y control por tipo de inversor en las empresas españolas. 2006**  
(en %)

Accionista mayoritario	Concentración de propiedad	Empresas controladas s/total de participadas	Empresas controladas s/total de empresas
Entidades financieras	93,9	47,3	0,4
Individuos y familias	95,6	65,9	45,4
Empresas no financieras nacionales	92,5	64,8	18,6
Empresas extranjeras	95,9	82,5	3,8
Sector público	91,9	67,8	0,4
Inst. financieras no bancarias	91,6	43,5	0,7
Otros	91,1	22,6	0,1
Dos tipos al 50%	50,0	–	10,2
Nadie tiene más del 50%	32,8	–	20,4
<b>Total</b>	<b>77,5</b>	<b>69,4</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

extranjeras<sup>7</sup>, y el 45,5% bajo el de individuos y familias<sup>8</sup>. Nuevamente, la relevancia del sector público, las entidades financieras y las instituciones financieras no bancarias es mínima (1,6% restante hasta el 69,4% que representan las empresas con accionista mayoritario).

## 6. GRUPOS EMPRESARIALES EN ESPAÑA

En el apartado anterior hemos señalado que el 4,5% de las empresas españolas

participadas lo está por empresas extranjeras y el 28,7% por empresas españolas no financieras, controlando en conjunto casi el 70% de los fondos propios totales de las empresas participadas. Estos datos dejan pocas dudas acerca del importante papel que juegan en la economía española los grupos empresariales.

Por este motivo, nuestro segundo objetivo ha consistido en analizar más detenidamente la relación entre estas empresas, centrándonos en las participaciones interempresariales iguales o superiores al 20%, tal y como se ha expuesto en el apartado metodológico. Hemos considerado tanto los grupos empresariales con matriz española, con sus filiales nacionales y extranjeras, como los grupos extranjeros que cuentan con filiales en España.

<sup>7</sup> El 82,5% de las empresas participadas por empresas extranjeras (4,5% del total), más el 64,8% de las empresas participadas por las empresas no financieras nacionales (28,7% del total).

<sup>8</sup> El 65,9% de las empresas participadas por este tipo de accionista (69% del total).

Para llevar a cabo este análisis, hemos aplicado el método de identificación de grupos empresariales expuesta, sobre las bases de datos de SABI y Amadeus para el año 2006. Esto nos ha permitido detectar 27.685 grupos empresariales españoles con un total de 76.965 empresas filiales —de las que 10.508 se encuentran en el extranjero—, y 6.166 grupos extranjeros a los que pertenecen 12.187 filiales españolas.

Una vez identificados los grupos, nuestro propósito no ha ido más allá del estudio puramente descriptivo de los mismos. Hemos analizado su tamaño, composición, tamaño de las participaciones interempresariales, y distribución geográfica y sectorial, a fin de ofrecer, por primera vez sobre una base de empresas tan amplia, una aproximación detallada a esta realidad en la economía española.

### 6.1. **Distribución geográfica de empresas matrices y filiales**

En el cuadro n.º 5 mostramos la distribución por Comunidades Autónomas de las matrices y filiales de los grupos empresariales españoles, así como la distribución de las filiales españolas de los grupos extranjeros presentes en España.

Cataluña y Madrid son las comunidades que concentran un mayor número de empresas (matrices y filiales) pertenecientes a grupos empresariales, seguidas, a gran distancia y por orden de importancia, de Valencia, Andalucía y el País Vasco. Dentro de Cataluña, y como era de esperar, Barcelona es la provincia que más empresas matrices y filiales acoge —4.596 y 9.097 respectivamente—, al igual que la provincia de Valencia —con 1.282 matrices y 2.311 filia-

les— y Sevilla en el caso de Andalucía —628 matrices y 1.409 filiales—. En las últimas posiciones del ranking se sitúan, de menor a mayor importancia, Ceuta y Melilla, Cantabria, La Rioja y Extremadura, siendo las provincias con menor presencia de grupos empresariales Melilla, Ávila, Ceuta, Soria, Zamora y Cuenca.

En el caso de los grupos extranjeros, y en comparación con los grupos españoles, se observa una mayor concentración de empresas filiales en las comunidades de Madrid (37,3% frente al 22,5%) y Cataluña (32,2% frente a 24,3%), en detrimento de todas las demás comunidades, y especialmente Valencia (5,3% frente a 9,9%) y Andalucía (6,6% frente a 9,4%). Las filiales en el País Vasco representan el 5%, porcentaje algo inferior al de matrices y filiales de grupos españoles en esta comunidad.

Por último, si tenemos en cuenta el peso relativo de las empresas pertenecientes a grupos empresariales respecto del total de empresas recogidas en SABI, las comunidades que presentan una mayor presencia de empresas pertenecientes a grupos son Madrid, País Vasco, Cataluña, Navarra y La Rioja, mientras que Castilla La Mancha, Extremadura, Andalucía y Murcia son las comunidades con menor presencia relativa de empresas pertenecientes a un grupo empresarial.

En lo que respecta a la presencia de los grupos empresariales españoles en el extranjero, observamos que Francia, Portugal, Reino Unido, México, Alemania, EE.UU. y Brasil encabezan la lista de los países donde mayor número de filiales se ubican (cuadro n.º 6); entre ellos reúnen el 55,4% del total de filiales quedando, el 44,6% restante, repartido entre casi 130 países.



Cuadro n.º 5

**Distribución por comunidades de grupos españoles y extranjeros. 2006**

Comunidad autónoma	Total de empresas en SABI	Grupos españoles				Grupos extranjeros		Empresas españolas que pertenecen a un grupo (%)
		Matrices		Filiales españolas		Filiales españolas		
		Número	%	Número	%	Número	%	
<b>Andalucía</b>	<b>116.557</b>	<b>2.118</b>	<b>9,1</b>	<b>4.415</b>	<b>9,4</b>	<b>691</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>
Aragón	25.960	663	2,9	1.369	2,9	249	2,4	8,8
Asturias	15.761	350	1,5	757	1,6	66	0,6	7,4
Baleares	24.367	649	2,8	1.479	3,2	192	1,8	9,5
Canarias	28.386	772	3,3	1.616	3,4	179	1,7	9,0
Cantabria	6.425	168	0,7	367	0,8	31	0,3	8,8
Castilla La Mancha	32.418	447	1,9	845	1,8	90	0,9	4,3
Castilla-León	38.109	805	3,5	1.680	3,6	164	1,6	7,0
<b>Cataluña</b>	<b>178.765</b>	<b>5.717</b>	<b>24,7</b>	<b>11.378</b>	<b>24,3</b>	<b>3.389</b>	<b>32,2</b>	<b>11,5</b>
Ceuta y Melilla	1.050	39	0,2	53	0,1	2	0,0	9,0
Extremadura	12.549	221	1,0	438	0,9	33	0,3	5,5
Galicia	47.119	1.188	5,1	2.472	5,3	191	1,8	8,2
<b>Madrid</b>	<b>151.847</b>	<b>5.120</b>	<b>22,1</b>	<b>10.556</b>	<b>22,5</b>	<b>3.926</b>	<b>37,3</b>	<b>12,9</b>
Murcia	23.726	477	2,1	924	2,0	80	0,8	6,2
Navarra	10.495	354	1,5	696	1,5	142	1,3	11,4
País Vasco	37.514	1.426	6,2	2.819	6,0	527	5,0	12,7
Rioja	5.193	194	0,8	371	0,8	27	0,3	11,4
<b>Valencia</b>	<b>103.581</b>	<b>2.450</b>	<b>10,6</b>	<b>4.641</b>	<b>9,9</b>	<b>558</b>	<b>5,3</b>	<b>7,4</b>
<b>Total con dato</b>	<b>859.822</b>	<b>23.158</b>	<b>100,0</b>	<b>46.876</b>	<b>100,0</b>	<b>10.537</b>	<b>100,0</b>	<b>9,4</b>
No disponible	26.073	4.527	16,4	19.581	29,5	1.650	13,5	98,8
<b>Total</b>	<b>885.895</b>	<b>27.685</b>	<b>100,0</b>	<b>66.457</b>	<b>100,0</b>	<b>12.187</b>	<b>100,0</b>	<b>12,0</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI y Amadeus.

Si analizamos el país de origen de los grupos extranjeros presentes en España, observamos que los Países Bajos, Francia, Alemania, Reino Unido y EE.UU., encabezan la lista de países con más grupos empresariales presentes en España. Estos cinco países aglutinan al 62,9% de los grupos extranjeros presentes en España y al 65,2% de las filiales españolas

pertenecientes a grupos extranjeros (cuadro n.º 7).

## 6.2. Tamaño y composición de los grupos empresariales españoles

Para estudiar el tamaño y la morfología de los grupos empresariales presentes en

Cuadro n.º 6

**Países con mayor presencia de filiales de grupos empresariales españoles. 2006**

Orden de importancia	País	Filiales	
		Número	%
1	Francia	1.589	15,1
2	Portugal	1.231	11,7
3	Reino Unido	779	7,4
4	México	637	6,1
5	Alemania	612	5,8
6	EE.UU.	499	4,8
7	Brasil	473	4,5
8	Italia	403	3,8
9	Países Bajos	344	3,3
	Resto países	3.942	37,5

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI y Amadeus.

España hemos analizado el número de filiales que tiene cada grupo y la distancia que separan a éstas de sus matrices<sup>9</sup>.

En cuanto al primero de los aspectos, en el gráfico n.º 2 observamos que el 84,3% de los grupos españoles están compuestos por tres filiales o menos (17.072 grupos tienen sólo una filial, 4.288 grupos tienen dos filiales y 1.989 grupos tienen tres filiales, mientras que los grupos con 7 o más filiales tan sólo representan el 7,2% del total). En estos grupos, la distancia máxima entre matriz y filial es de 12 niveles, si bien lo más común son los grupos en los que matrices y filiales mantienen una relación directa (el

84,1% de los grupos tienen todas sus filiales en el nivel 1). Las empresas con filiales hasta el nivel 2 representan el 11,4% y tan sólo 17 empresas matrices tienen filiales en niveles superiores al 5. Como consecuencia directa de lo anterior, se aprecia una gran concentración de empresas filiales en los niveles 1 y 2 (el 69,23% y el 19,96%, respectivamente, del total de filiales españolas). Sobre las filiales que mantienen los grupos españoles en el extranjero, se observa que el control es menos directo, ya que la concentración de filiales en el nivel 1 es comparativamente menor (43,43% frente a 69,23%), mientras que es mayor en los niveles 2, 3 y 4 (cuadro n.º 8).

En síntesis, los grupos empresariales españoles identificados son de reducido tamaño (si nos fijamos en el número de empresas integradas en el grupo), y tienen una estructura más bien horizontal, ya que las

<sup>9</sup> Recordemos que se han clasificado las empresas por niveles según su distancia de la empresa matriz. Así, las filiales con participación directa de la matriz se situarían en el nivel 1, aquellas con una empresa intermedia entre filial y matriz estarían en el nivel 2, las de dos empresas intermedias en el nivel 3 y así sucesivamente.

Cuadro n.º 7

**Origen geográfico de los grupos extranjeros presentes en España  
y características de sus filiales españolas. 2006**

	País de la matriz	Matrices		Filiales españolas							
		Número	%	Número	%	Filiales/Matriz		Distancia		Participación accionarial	
						Prom. <sup>1</sup>	D.típ. <sup>2</sup>	Prom. <sup>1</sup>	D.típ. <sup>2</sup>	Prom. <sup>1</sup>	D.típ. <sup>2</sup>
1	Países Bajos	1.008	16,3	2.022	16,6	2,0	2,9	1,7	0,8	88,0	21,9
2	Francia	800	13,0	2.204	18,1	2,8	9,5	2,9	1,7	83,2	24,1
3	Alemania	795	12,9	1.400	11,5	1,8	3,8	2,0	1,2	89,8	20,3
4	Reino Unido	642	10,4	1.253	10,3	2,0	3,7	2,3	1,5	87,9	22,7
5	Estados Unidos	637	10,3	1.061	8,7	1,7	2,2	1,7	0,9	89,8	20,1
6	Italia	594	9,6	931	7,6	1,6	3,2	2,1	1,7	81,2	25,0
7	Suiza	283	4,6	903	7,4	3,2	27,1	3,5	2,0	75,8	25,2
8	Luxemburgo	208	3,4	423	3,5	2,0	2,6	2,0	1,2	88,7	20,8
9	Bélgica	188	3,0	335	2,7	1,8	2,5	1,9	1,1	80,3	26,1
10	Suecia	132	2,1	246	2,0	1,9	2,3	2,3	1,2	88,6	22,9
11	Portugal	126	2,0	256	2,1	2,0	4,0	2,3	1,5	84,1	25,0
12	Dinamarca	120	1,9	198	1,6	1,7	1,7	2,2	1,2	93,5	15,4
13	Japón	89	1,4	124	1,0	1,4	1,3	1,6	0,7	91,8	19,1
14	Irlanda	78	1,3	120	1,0	1,5	1,9	1,6	0,9	89,9	21,2
15	Austria	54	0,9	79	0,6	1,5	1,5	2,0	1,1	93,5	16,0
16	Noruega	36	0,6	64	0,5	1,8	1,4	1,9	1,1	90,4	19,9
17	Antillas Holandesas	32	0,5	118	1,0	3,7	7,8	2,7	0,6	85,5	22,6
18	Panamá	26	0,4	47	0,4	1,8	1,5	1,7	0,7	83,4	24,2
19	Canadá	24	0,4	35	0,3	1,5	1,6	1,6	0,7	87,3	21,5
20	Finlandia	23	0,4	34	0,3	1,5	1,2	1,7	0,8	92,6	20,6
	Resto del mundo	271	4,4	334	2,7	1,2	1,0	1,5	0,6	84,7	16,9
<b>TOTAL</b>		<b>6.166</b>	<b>100,0</b>	<b>12.187</b>	<b>100,0</b>	<b>2,0</b>	<b>7,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>85,9</b>	<b>23,0</b>

<sup>1</sup> Promedio. <sup>2</sup> Desviación típica.

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI y Amadeus.

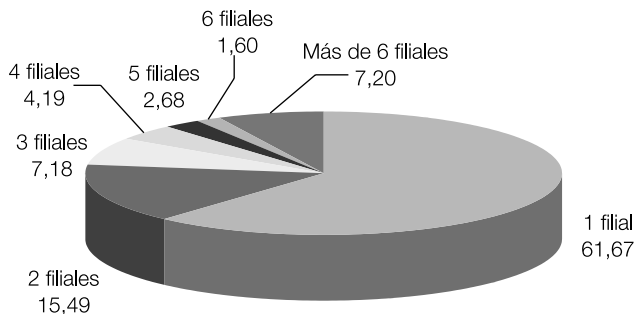
filiales, y en mayor grado las españolas, están participadas en su mayoría de forma directa por la matriz.

En lo referente a los grupos extranjeros y su relación con las filiales españolas, el pa-

norama que se observa dista en parte del comentado para los grupos españoles (cuadro n.º 7). El promedio de filiales por grupo se sitúa en torno a 2, si bien las diferencias por países de origen de la matriz

Gráfico n.º 2

**Número de filiales en los grupos españoles. 2006**  
(en %)



Fuente: Elaboración propia con datos de SABI y Amadeus.

son importantes. Destacan por su elevado promedio en el número de filiales por grupo los grupos empresariales que tienen su matriz ubicada en las Antillas Holandesas y Suiza (3,7 filiales por grupo y 3,2 filiales por grupo respectivamente), siendo destacable la elevada dispersión observada en el segundo de los casos.

El número máximo de niveles que separan las matrices extranjeras de sus filiales españolas es de 10, a diferencia de los 12 niveles que hemos observado en los grupos españoles. Sin embargo, por término medio, el control de las matrices extranjeras sobre las filiales españolas es menos directo que el de las matrices españolas sobre sus filiales españolas (en las primeras, aproximadamente el 40% de sus filiales españolas se encuentran en el nivel 1, mientras que en las segundas este porcentaje asciende a algo más del 69%), asemejándose más dicha distribución por niveles a la observada en las filiales extranjeras de los grupos españoles (cuadro n.º 8). Si calcula-

mos el nivel promedio en cada país, descubrimos que el control de las matrices suizas, francesas y las originarias de las Antillas Holandesas es, por término medio, menos directo que el del conjunto de países, mientras que, por el contrario, la relación de las matrices japonesas, irlandesas y canadienses sobre sus filiales españolas es más directa (cuadro n.º 7).

### 6.3. Participación accionarial sobre las empresas del grupo

Si la relación más o menos directa entre matriz y filial es un dato importante, no lo es menos el poder que la primera ejerce sobre la segunda a través de la participación accionarial que posee en la misma. Este ha sido, precisamente, el tercer aspecto que hemos analizado en los grupos identificados.

Los resultados obtenidos (y teniendo en cuenta que hemos exigido una participación mínima del 20% para considerar que existe

Cuadro n.º 8

**Porcentaje de filiales por niveles en los grupos españoles  
y extranjeros. 2006**

Nivel	Grupos españoles		Grupos extranjeros
	Filiales españolas	Filiales extranjeras	Filiales españolas
1	69,231	43,426	40,025
2	19,957	30,661	29,223
3	6,269	14,942	14,698
4	2,363	6,167	6,823
5	1,150	2,139	4,521
6	0,711	1,506	2,885
7	0,211	0,949	1,217
8	0,069	0,182	0,567
9	0,023	0,019	0,033
10	0,003	–	0,008
11	0,012	0,010	–
12	0,002	–	–
<b>Total</b>	<b>100,000</b>	<b>100,000</b>	<b>100,000</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI y Amadeus.

afiliación a un grupo), nos permiten concluir que, en términos generales, las participaciones accionariales existentes entre las empresas que componen tanto los grupos españoles como los extranjeros son muy elevadas. En los grupos españoles, las matrices se aseguran el control absoluto sobre sus filiales en el 80% de los casos, contando, en el 53,7%, con una participación superior al 75%. Además, por término medio, la participación accionarial por filial se sitúa en el 73% y en el 79,3% si nos centramos exclusivamente en las filiales extranjeras.

Si ponemos en relación la participación accionarial media y la distancia que separa a la filial de su matriz, observamos que la participación accionarial media desciende

gradualmente a medida que aumenta la distancia entre la filial y su matriz (pasa del 73,7% del nivel 1, al 58,6% del nivel 9), presentando algunos valores anómalos en los últimos niveles (39,7% en el nivel 10, 81% en el 11 y 50% en el 12).

En los grupos extranjeros, la participación media entre las filiales españolas del grupo y sus matrices es, en general, bastante superior a la observada dentro de los grupos españoles, destacando por su elevado promedio los grupos con matrices austriacas, danesas, finlandesas y japonesas. Por otro lado, destaca el caso de los grupos con matriz suiza, ya que son las que cuentan con la participación accionarial media más baja (cuadro n.º 7).

#### 6.4. Sector de actividad de empresas matrices y filiales

Para completar el estudio sobre los grupos empresariales españoles, hemos querido conocer la distribución de las empresas entre los diferentes sectores de actividad con el fin de, por un lado, detectar diferencias significativas en el desarrollo de grupos empresariales según sectores y, por otro lado, ofrecer una aproximación al grado de diversificación de los grupos empresariales españoles.

Como no ha sido posible contar con información sobre el sector de actividad de todas las empresas matrices y filiales españolas contempladas en la base de datos y utilizadas en nuestro estudio, ni de ninguna de las empresas —matrices o filiales— en el extranjero, el análisis se ha llevado a cabo sobre un total de 22.915 matrices españolas, 46.457 filiales españolas de matrices españolas, y 10.461 filiales españolas de matrices extranjeras.

En el cuadro n.º 9 hemos recogido la distribución por sectores de las empresas matrices españolas (columna 1), filiales españolas de matrices españolas (columna 3), filiales españolas de matrices extranjeras (columna 4), así como el porcentaje total de filiales españolas clasificadas según el sector de actividad de su matriz española (columna 2).

De acuerdo con estos datos (columnas 1 y 3), el sector servicios es el que cuenta con una mayor presencia de grupos empresariales españoles, ya que acapara la mayor parte de las matrices<sup>10</sup> y filiales

(73,9% y 73,5%, respectivamente). Todo lo contrario sucede con el sector Primario al que pertenece un número muy pequeño de empresas tanto filiales como matrices. En general, la distribución de empresas matrices y filiales por sectores de actividad es muy semejante, aunque, la presencia de las segundas es superior en el sector industrial (17,6% frente a 14%) e inferior en el sector de la construcción (6,5% frente a 9,8%).

Para hacernos una idea aproximada de la dimensión de los grupos españoles en los distintos sectores de actividad, hemos comparado el porcentaje de matrices incluido en cada sector, con el porcentaje que representan, sobre el total, todas sus filiales independientemente del sector de actividad de estas últimas (columna 2). Los datos nos revelan que los grupos con matrices en el sector Resto de servicios son los de mayor tamaño, ya que el peso de sus filiales es bastante superior (64,4%) al de las propias matrices sobre el total (56%). En el resto de los sectores —especialmente en el primario y, en el del Comercio y reparaciones—, sucede lo contrario, lo cual indica que el tamaño de los grupos, medido por el número de filiales que los integran, es menor.

Los grupos extranjeros destacan por su mayor presencia en el sector industrial y en el del Comercio y las reparaciones, ya que el porcentaje de filiales que mantienen en estos sectores supera con creces al de los grupos españoles. El sector Resto de servicios sigue siendo el sector con mayor presencia de empresas filiales, si bien con un grado de protagonismo muy inferior al observado en los grupos españoles.

---

<sup>10</sup> A este respecto, cabe señalar la influencia que, sobre este dato, puede tener el hecho de que una parte importante de las sociedades españolas que controlan a otras empresas cuentan con la clasificación CNAE «7415 Gestión de sociedades de cartera (*holding*)» que se halla incluida en el sector «Resto de servicios». Estas son sociedades creadas con la finalidad de configurar y gestionar grupos empresariales. Por ejemplo, según Garmendia (2004), estas sociedades

---

de cartera controlan directamente más de la cuarta parte de los fondos propios totales de las empresas guipuzcoanas que están bajo el control de otras empresas no financieras españolas.

Cuadro n.º 9

**Distribución sectorial de las matrices y filiales españolas. 2006**  
(en %)

Sectores de actividad	Grupos españoles			Grupos extranjeros
	Matrices españolas	Filiales españolas por sector de la matriz (1)	Filiales españolas	Filiales españolas
Primario	2,3	1,8	2,4	1,0
Industria	14,0	12,4	17,6	24,1
Construcción	9,8	8,9	6,5	2,4
Comercio y reparación	17,9	12,5	17,5	31,1
Resto de servicios	56,0	64,4	56,0	41,4

(1) Se incluyen todas las filiales de las matrices incluidas en cada sector de actividad.

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Por último, y a la vista de las diferencias existentes en la concentración de filiales por sector (columna 3) y de las filiales agrupadas de acuerdo al sector de sus empresas matrices (columna 2),<sup>11</sup> hemos relacionado el sector de actividad de cada matriz con el de sus filiales al objeto de conocer en qué grado están diversificados los grupos empresariales españoles, y hacia qué sectores diversifican su actividad. Los resultados de este análisis, en el que sólo se han considerado las filiales de aquellas matrices españolas para las que hemos contado con el

dato del sector de actividad (38.588), quedan recogidos en el cuadro n.º 10.

El primer aspecto que destaca es la gran dispersión que se observa en el porcentaje de coincidencia entre el sector de actividad de las matrices y sus filiales, que varía entre el 29% del sector primario al 66,2% del sector Resto de servicios. Esto muestra que el grado de diversificación de los grupos empresariales es muy diferente dependiendo del sector al que pertenecen sus matrices. Así, los grupos que tienen su matriz en el sector primario, en primer lugar, y en el sector de la construcción, en segundo lugar, son los más diversificados, mientras que los grupos que tienen sus matrices en el sector Resto de servicios son los que presentan un menor grado de diversificación. Los grupos que tienen su matriz en el sector industrial y en el del Comercio y las

<sup>11</sup> La diferencia entre estas dos columnas nos ofrece una primera aproximación al grado de diversificación de los grupos empresariales. Fijémonos en que, por ejemplo, los grupos con empresas matrices del sector «Resto de servicios» cuentan con más empresas filiales —64,4% del total—, que las incluidas en el mismo sector —56%—, lo que significa que parte de estas han de pertenecer a otros sectores.

Cuadro n.º 10

**Distribución sectorial de las filiales españolas de los grupos empresariales españoles. 2006**  
(en %)

Sector de actividad de las matrices españolas	Sector de actividad de las filiales españolas de grupos españoles				
	Primario	Industria	Construcción	Comercio y reparación	Resto servicios
Primario	29,0	18,5	3,2	17,6	31,7
Industria	3,1	53,0	3,5	19,5	20,9
Construcción	1,4	10,2	32,1	5,4	51,0
Comercio y reparaciones	3,0	14,0	2,4	55,8	24,8
Resto de servicios	1,7	14,0	6,0	12,1	66,2

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

reparaciones, muestran un grado intermedio de diversificación.

El segundo aspecto relevante es el que resulta del análisis de las filiales que no coinciden en sector de actividad con sus matrices, ya que nos permite conocer hacia qué sectores se produce la diversificación sectorial de los diferentes grupos. Los resultados muestran que el sector hacia el que mayoritariamente extienden sus vínculos los grupos empresariales españoles, especialmente aquellos que tienen su matriz en el sector de la Construcción y en el sector primario, es el de Resto de servicios, seguido por el sector de la Industria.

## 7. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos descrito las estructuras de propiedad y control de las empresas españolas partiendo de la información contenida en las bases de datos SABI

y Amadeus. Si los estudios que se han llevado a cabo hasta el momento se han centrado en la realidad de las empresas españolas de mayor tamaño, la principal novedad de este trabajo reside en que se ha incorporado al estudio la realidad de las pymes españolas a través de una elevada muestra de empresas. En esta descripción ha quedado patente la relevancia de las participaciones interempresariales que dan lugar a la configuración de los grupos empresariales, y éste ha sido precisamente el segundo objeto de análisis de este trabajo. Partiendo de una definición de grupo empresarial, y utilizando las mismas fuentes de datos, se han identificado los grupos empresariales presentes en España definiendo sus componentes (matrices y filiales) y su morfología.

El estudio de las estructuras de propiedad y control de las empresas españolas, que se ha abordado con el objetivo de conocer quién y en qué medida ejerce su control sobre las empresas españolas, ha



puesto de manifiesto que, si bien los individuos y familias participan en un amplio número de pequeñas empresas, son las propias empresas en su conjunto —nacionales no financieras y extranjeras—, las propietarias del mayor volumen de inversión en los fondos propios del tejido empresarial español. Su inversión es más selectiva que la de individuos y familias, ya que se dirige a un menor número de empresas y de mayor tamaño, sobre las que ejercen, en promedio, un mayor control.

Por otro lado, el elevado grado de concentración de la propiedad en manos de los accionistas principales en las empresas españolas ha dejado bien clara su vocación de control. En más del 69% de los casos la participación supera el 50% del capital y en un 61,7% lo hace por encima del 75%. A este respecto hemos visto que España se sitúa en los puestos intermedios dentro del grupo de países europeos analizados. Al analizar la naturaleza de los accionistas principales por Comunidades Autónomas se han observado algunas diferencias relevantes: los individuos y familias tienen una mayor presencia relativa en Castilla La Mancha, Extremadura, Murcia y Andalucía, mientras que tienen un peso menor en el País Vasco, Cataluña y Navarra. Las empresas no financieras nacionales están más presentes como primeros accionistas en La Rioja, Baleares, País Vasco, Navarra y Cataluña, y tienen una menor presencia en Castilla La Mancha, Andalucía, Murcia y Extremadura. Y las empresas extranjeras tienen una mayor relevancia como accionistas principales en Madrid, Cataluña y Navarra, frente a otras comunidades como Ceuta y Melilla, Extremadura y Castilla La Mancha, en las que su presencia como primer accionista es menor.

Ahondando en el grado de concentración de la propiedad, nos hemos centrado en el 70% de empresas españolas en las que existe un primer accionista mayoritario. A este respecto hemos descubierto, por un lado, que su participación en el capital supera el 90% con valores promedios muy similares para todos los tipos de accionistas, y, por otro lado, que la vocación de control tras la participación en una empresa es diferente según el tipo de inversor, resultando las empresas extranjeras las que más claramente buscan controlar las empresas en las que participan (lo hacen en más del 80% de los casos).

El análisis de las estructuras de propiedad en España en el año 2006 nos ha permitido constatar el papel relevante de las empresas, tanto nacionales como extranjeras, en la propiedad de las empresas. Hemos visto que el 4,5% de las empresas españolas están participadas por empresas extranjeras y el 28,7% por empresas no financieras nacionales, y que entre unas y otras poseen el 70% de sus fondos propios. En comparación con otro tipo de accionistas, como los individuos y familias, la inversión de las empresas, especialmente las extranjeras, es más selectiva, se dirige a un menor número de empresas, normalmente de mayor tamaño, y el control se ejerce mediante una elevada participación accionarial. Además, las empresas extranjeras son los inversores que más claramente muestran su vocación de control en sus inversiones, ya que son los accionistas mayoritarios en más del 80% de las empresas españolas en las que participan.

Ante esta realidad, hemos analizado más detenidamente la relación entre estas empresas, centrándonos en aquellas relaciones de propiedad que por su magnitud nos

permiten hablar de la existencia de filiación a un grupo empresarial. Así, hemos analizado el tamaño, la morfología, el grado de participación accionarial y la distribución geográfica y sectorial de estos grupos empresariales.

Respecto a la distribución geográfica, hemos visto que las Comunidades Autónomas que cuentan con una mayor presencia de grupos empresariales, en valores absolutos, son Cataluña y Madrid, seguidas de Andalucía y Valencia, y que los países de origen de los grupos extranjeros con mayor número de filiales españolas son Francia, Alemania, Reino Unido y EE.UU. Estos cuatro países junto con los Países Bajos, aglutinan el 62,5% de los grupos empresariales extranjeros presentes en España, y junto con Portugal y México, agrupan al 51% de las filiales que mantienen en el extranjero los grupos empresariales españoles. En cambio, si atendemos a la importancia relativa de las empresas que pertenecen a un grupo sobre el total de empresas existentes en cada Comunidad Autónoma observamos que Madrid, País Vasco, Cataluña, Navarra y La Rioja son las comunidades con mayor proporción de empresas integradas en un grupo empresarial, frente a Castilla La Mancha, Extremadura, Andalucía y Murcia, en las que esta proporción es menor.

Al analizar la morfología de los grupos, a través del número de filiales existentes en cada grupo, y la distancia de las filiales respecto de la empresa matriz, hemos visto que los grupos españoles son pequeños, con una estructura muy horizontal en la que las filiales se hallan muy cercanas a la empresa matriz. Por otra parte, el control de las matrices extranjeras sobre las filiales españolas es menos directo que el de las matrices españolas sobre sus filiales españo-

las, asemejándose más la distribución por niveles a la observada en las filiales en el extranjero de los grupos españoles. El control de las matrices suizas, francesas y las originarias de las Antillas holandesas destaca por ser menos directo que el del promedio de países extranjeros, contrariamente a lo que sucede con las matrices japonesas, irlandesas y canadienses.

La participación accionarial media de las matrices españolas y extranjeras sobre sus filiales es muy elevada (73%), siendo superior al 50% en el 80% de los casos. El control de las matrices extranjeras sobre sus filiales españolas es superior en porcentaje al de las matrices españolas, aunque menos directo.

Por último, y con relación al análisis sectorial de los grupos empresariales, los grupos españoles están más presentes en el sector servicios (especialmente en Resto de servicios) que reúne la mayor parte de las empresas matrices y filiales (73,9% y 73,5%, respectivamente). Todo lo contrario sucede con el sector primario al que pertenecen un número muy reducido de matrices y filiales. Los grupos extranjeros, aunque también tienen una presencia relevante en el sector Resto de servicios frente a otros sectores, lo están en menor medida que los grupos españoles. En cambio, sucede lo contrario en el sector industrial y en el del Comercio y las reparaciones, ya que en estos sectores la proporción de filiales que mantienen los grupos extranjeros supera con creces a la que mantienen los grupos españoles.

Por último, al relacionar el sector de actividad de las empresas matrices españolas con el de sus filiales españolas, hemos observado que, por un lado, los grupos nacidos de matrices del sector primario y de la

Construcción son los más diversificados, mientras que los nacidos de matrices del sector Resto de servicios son los menos diversificados. Por otro lado, también hemos observado que el sector Resto de servicios

es el sector hacia el que mayoritariamente se diversifican los grupos españoles, especialmente aquellos que tienen su matriz en el sector de la Construcción y en el Primario, seguido por el sector industrial.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVES, C. Y MENDES, V. (2004): «Corporate governance policy and company performance: the Portuguese case». *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, 3: 290-301.
- AMSDEN, A. Y HIKINO, T. (1994): «Project execution capability, organizational know-how and conglomerate corporate growth in late industrialization». *Industrial Corporate Change*, 3: 111-148.
- BAUER, R.; GUENSTER, N. Y OTTEN, R. (2004): «Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance». *Journal of Asset Management*, vol. 5, 2: 91-104.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. Y LANG, L. (2000): «The separation of ownership and control in East Asian corporations». *Journal of Financial Economics*, 52: 81-112.
- COLLIN, S. (1998): «Why are there islands of conscious power found in the ocean of ownership? Institutional & governance hypothesis explaining the existence of business groups in Sweden». *Journal of Management studies*, 35, 6.
- CRESPI, R. Y GARCÍA-CESTONA, M.A. (2001): «Ownership and control of Spanish listed firms» en BARCA, F., BECHT, M. (eds.): *The control of Corporate Europe*. Oxford University Press.
- (2002): «Propiedad y control: una perspectiva europea». *Economía*, 50: 110-137.
- CUERVO, A.; GARCÍA, A. Y GÓMEZ, S. (2002): «Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y los mercados de control en entornos de baja protección del inversor». *Economía* 50:54-73.
- CHANG, S.; CHUNG, C. Y MAHMOOD, I.P. (2006): «When and how does business group affiliation promote firm innovation? A tale of two emerging economies». *Organization Science*, vol.17, 5: 637-656.
- CHUNG, C. (2001): «Markets, culture and institutions: The emergence of large business groups in Taiwan, 1950s-1970s». *Journal of Management Studies*, 38: 719-745.
- DIRCE (2003): *Los grupos de empresas del DIRCE. Análisis de la globalización bajo la óptica de los registros de empresas. Resultados estadísticos 2002*. Área de Directorios de Empresas. Subdirección de metodología y técnicas estadísticas. Madrid.
- DOUMA, S.; GEORGE, R. Y KABIR, R. (2003): «Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: Evidence from a large emerging market». *Academy of Management Meetings*.
- ENCAOUA, D. Y JACQUEMIN, A. (1982): «Organizational efficiency and monopoly power: The case of French industrial groups». *European Economic Review*, 19: 25-51.
- EVANS, J.; EVANS, R. Y LOH, S. (2002): «Corporate governance and declining firm performance». *International Journal of Business Studies*, vol. 10, 1: 1-18.
- FAZZARI, S.; HUBBARD, G. Y PETERSEN, B. (1987): «Financing constrains and corporate investment». *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141-95.
- FRIEDMAN, E.; JOHNSON, S. Y MITTON, T. (2003): «Proping and tunneling». *Journal of Comparative Economics*, 31: 732-750.
- GALVE, C. Y SALAS, V. (1992): «Estructura de propiedad de la empresa española, 1990», *Información Comercial Española*.
- (1993): «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, XVII (2).
- (1994): «Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa», *Revista de Economía Aplicada*, vol.2, primavera.

- GARMENDIA, A. (2004): «Análisis de los grupos empresariales en España, la CAPV y Guipúzcoa». Proyecto de investigación. Diputación de Guipúzcoa. Septiembre 2004.
- GHEMAWAT, P. Y KHANNA, T. (1998): «The nature of diversified business groups: a research design and two case studies». *Journal of Industrial Economics*, 46: 35-61.
- GREENWALD, B. Y STIGLITZ, J. (1993): «Financial market imperfections and business cycles». *Quarterly Journal of Economics*, 108: 77-114.
- HANSEN, M. (1999): «The search-transfer problem: The role of weak ties in sharing knowledge across organization subunits». *Administrative Science Quarterly*, 44(1): 82-112.
- HOBBDAY, M. (1995): *Innovation in East Asia*. Edward Elgar Publishing Ltd., Hants, England.
- IACOBUCCI, D. (2002): *Explaining business groups started by habitual entrepreneurs in the Italian manufacturing sector*. Entrepreneurship & Regional Development, 14: 31-47.
- JONES, E. Y DANBOLT, J. (2003): «R&D project announcements and the impact of ownership structure». *Applied Economics Letters*, 10: 933-936.
- KHANNA, F. Y PALEPU, K. (1997): «Why focused strategies may be wrong for emerging markets». *Harvard Business Review*, 75(4): 41-51.
- 1999: «Policy shocks, market intermediaries, and corporate strategy: the evolution of business groups in Chile and India». *Journal of Economics and Management Strategy*, 8: 271-310.
- 2000: «The future of business groups in emerging markets: long-run evidence from Chile». *Academy of Management Journal*, vol.43, 3.
- KHANNA, T. Y RIVKIN, J.W. (2001): «Estimating the performance effects of networks in emerging markets». *Strategic Management Journal*, 22(1): 45-74.
- 2006: «Interorganizational ties and business group boundaries: evidence from an emerging economy». *Organization Science*, vol.17, 3: 333-352.
- KHANNA, F. Y YAFEH Y. (2005): «Business groups and risk sharing around the world». *Journal of business*, vol 78, 1.
- KOCK, C. Y GUILLÉN, M. (2001): «Strategy and structure in developing countries: business groups as an evolutionary response to opportunities for unrelated diversification.» *Industrial Corporate Change*, 10: 77-113.
- LEECH, D. Y LEAHY, J. (1991): «Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies». *The Economic Journal*, 101, November, 1418-1437.
- LEFF, N.H. (1978): «Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economic groups». *Economic Development and Cultural Change*, 26, 661-75.
- MAHER, M. Y ANDERSSON, T. (1999): «Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth». *Organisation for economic co-operation and development*, OECD, p.51.
- MAHMOOD, I.P. Y MITCHELL, W. (2004): «Two faces: Effects of business groups on innovation in emerging economies». *Management Science*, vol. 50,10: 1348-1365.
- MATO, G. (1990): «Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales». *Economía Industrial*, marzo-abril: 107-114.
- MORCK, R. Y NAKAMURA, M. (1999): «Banks and corporate control in Japan». *Journal of Finance*, 54: 319-39.
- MORCK, R.; NAKAMURA, M. Y SHIVDASANI, A. (2000): «Banks, ownership structure and firm value in Japan». *Journal of Business*, vol. 73, 4: 539-567.
- MYERS, S. Y MAJLUF, N. (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have». *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- NAKATANI, I. (1984): «The economic role of financial corporate grouping» en *The economic analysis of the Japanese firm*, ed. M. AOKI. New York: North-Holland.
- NAVARRO, M. (2007): *El entorno económico y la competitividad en España*. Universidad de Deusto, Serie economía, volumen 36.
- PATTERSON, D.J. (2001): «The impact of corporate governance activism on corporate performance». *The corporate Governance Advisor*, July/August, 10-18.
- PROWSE, S.D. (1992): «The structure of corporate ownership in Japan». *The Journal of Finance*, vol XLVII, 3: 1121-1140.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1986): «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy*, vol. 94, 3: 461-488.
- STRACHAN, H. (1976): *Family and other business groups in economic development: the case of Nicaragua*. New York: Praeger Press.
- SZULANSKI, G. (1996): «Exploring internal stickiness: Impediments to the transfer of best practice within the firm». *Strategic Management Journal*, 17: 27-43.
- TEECE, D. J. (1996): «Firm organization, industrial structure, and technological innovation». *Journal of Economic Behavior and Organization*, 31: 193-224.

- TONG, S. Y NING, Y. (2004): «Does capital structure affect institutional investor choices?» *The Journal of Investing*, winter, 53-66.
- TOULAN, O. N. (2001): «The impact of market liberalization on firm vertical scope». *Strategic Management Journal*, 23: 551-560.
- WALT, N.T.; INGLEBY, C.B Y DIACK, G. (2002): «Corporate governance: Implications of ownership, performance requirements and strategy». *Journal of Change Management*, vol 2, 4: 319-333.
- WELCH, E. (2003): «The relationship between ownership structure and performance in listed Australian companies». *Australian Journal of Management*, vol. 28, 3: 287-305.
- WILLIAMSON, O.E. (1996): *The mechanisms of governance*. NY: Oxford University Press.

---

# *La actividad de los grupos empresariales en las OPA. La experiencia española (1983-2007)*

134

En este trabajo se analiza la actividad que los grupos de empresas han desarrollado como adquirentes en el mercado español de OPA desde 1983 hasta 2007, período especialmente interesante debido a la reorganización de las cuotas de mercado que provoca el proceso de incorporación de España en la UEM. El análisis se hace desde una perspectiva sectorial y según la clase de grupo, industrial o financiero, que haya realizado la operación. Además se pone de manifiesto en el papel desempeñado por los grupos de empresas públicos y la influencia que desde el Estado se ha ejercido en la conformación de grupos de empresas.

*Lan honetan, enpresa-taldeek Espainiako EEP merkatuan erosle moduan zer jarduera duten aztertzen da, hain zuzen, 1983. urtetik 2007. urtera. Izan ere, urte-bitarte hori bereziki interesgarria gertatu da, Espainia Europako Diru Batasunean sartu izatearen ondorioz, merkatu-kuotak berriz antolatu zirelako. Sektoreka egiten du azterketa, eta eragiketa egin duen taldearen arabera (industrial edo finantzarioa). Gainera, enpresa-talde publikoek jokatzen duten paperari erreparatzen dio bereziki, bai eta enpresa-taldeak sortzerakoan estatuak izandako eraginari ere.*

This paper analyses the activities developed by groups of companies as purchasers in the Spanish Takeover Bid market from 1983 to 2007. This period is especially interesting due to the reorganization of market quotas caused by the introduction of Spain into the Economic and Monetary Union. The analysis is carried out from a sectorial view and depending on the kind of group (industrial or financial) that had performed the operation. Furthermore it highlights the role played by state groups of companies as acquirers and the Government influence to create groups of companies.

## ÍNDICE

1. Introducción
2. La actividad de los grupos empresariales en el mercado de control: análisis sectorial
3. La estrategia de los grupos empresariales: grupos financieros frente a grupos industriales
4. Regulación y grupos empresariales públicos
5. Conclusiones

### Referencias bibliográficas

Palabras clave: OPA, integración económica, grupo de empresas, política industrial.

Keywords: tender offer, economic integration, firms group, industrial policy.

N.º de clasificación JEL: G34, L22, L52.

## 1. INTRODUCCIÓN

Un grupo de empresas es el constituido por un conjunto de empresas, donde una de ellas, la sociedad matriz, ejerce el control dominante, habitualmente mediante la tenencia directa o indirecta de la mayoría de los derechos de voto de las otras empresas, que son llamadas filiales. El crecimiento del grupo puede ser interno, esto es, mediante la creación de nuevas empresas, o mediante la fusión o adquisición de otras empresas. Cuando las adquisiciones se realizan sobre empresas cotizadas, la legislación española regula desde 1980, con el Real Decreto 1.848/1980 de 5 de septiembre, el procedimiento a través del cuál se debe realizar la operación, que se denomina oferta pública de adquisición (OPA).

La primera OPA se registra en 1983 y desde entonces hasta diciembre de 2007 algo más de trescientas sesenta ofertas han sido autorizadas y llevadas a término

en las cuatro Bolsas españolas. En la mayor parte de estas operaciones encontramos detrás, en último término, a grupos empresariales, residentes y no residentes, en proceso de formación o expansión. De aquí que el análisis de las OPA nos permita obtener algunos indicios sobre cuál ha sido la estrategia que los grupos de empresas nacionales y extranjeros han tenido en determinados sectores bursátiles durante el período 1983-2007 en la economía española.

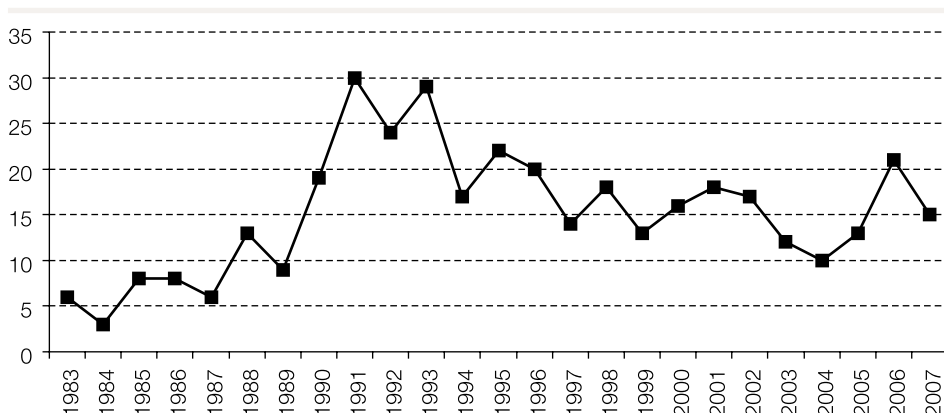
La falta de representación en la Bolsa de algunos sectores limita en cierta medida el análisis global de la actividad de estos grupos, pero permite apreciar, por otro lado, sus preferencias respecto de los mercados públicos de valores y de control. En el caso español es posible constatar una doble tendencia: por una parte, un aumento en el tamaño de las participaciones de control por las que habría que competir en la Bolsa para adquirir parte del grupo o el grupo entero; por otra, una «privatización» de los grupos

de empresas, es decir, una retirada de los mercados bursátiles de las sociedades del grupo mediante las OPA, y, por tanto, un mayor aislamiento respecto de los mercados públicos de control. Como consecuencia de estas tendencias, si se redujese el número de empresas cotizadas en un determinado sector, la posibilidad de competir por el control en dicha industria sería más limitada, tal como apuntan Berglöf y Burkart (2003), lo que podría reducir el grado de disciplina externa a la que estaría sometido el sector.

Uno de los hechos que mayor repercusión ha tenido en el crecimiento externo de los grupos mediante OPA ha sido el proceso de integración de la economía española en el área económica europea. Así, podemos observar cómo la evolución que ha tenido el número de OPA en las Bolsas españolas tiene forma de oleada (gráfico n.º 1), y su inicio está ligado a dicho proceso.

La progresiva liberalización de nuestra economía y la ampliación de los límites del mercado —que se inicia en 1986 con la incorporación a la Comunidad Económica Europea (CEE), la subsiguiente liberalización de los movimientos de capital con la Directiva 88/361 y la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo en 1989, que reduce el riesgo de tipo de cambio y el sesgo de los inversores por las adquisiciones dentro del propio país— promueven una presencia creciente de adquirentes extranjeros en las OPA realizadas en las Bolsas españolas, lo que aumenta el número de estas operaciones (gráfico n.º 2). A su vez, los compradores nacionales, anticipando la consecución del Mercado Único europeo en 1992, aumentan el control en sus propias empresas y adquieren competidoras, lo que denotaría una toma de posición defensiva previa por parte de las empresas españolas frente a compradores nacionales y foráneos.

Gráfico n.º 1  
**Número de OPA anuales en España. 1983-2007**

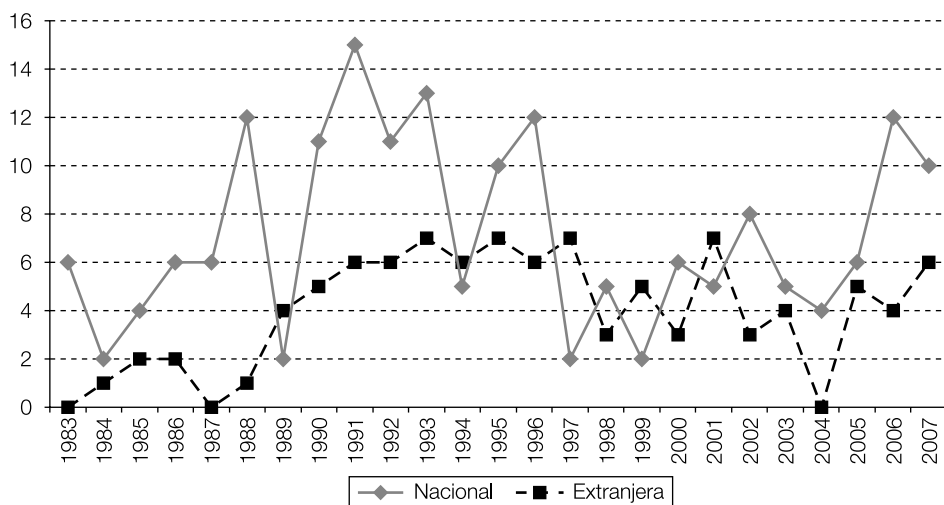


Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes anuales de la Bolsa de Madrid, Comisión Nacional del Mercado de Valores y BORME.



Gráfico n.º 2

**Evolución del número de OPA en España según la nacionalidad del grupo adquirente. 1983-2007**



Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos informativos de OPA, bases de datos SABI y Amadeus y prensa de negocios.

Posteriormente, a lo largo del dilatado proceso de configuración de la Unión Económica y Monetaria (UEM), ha habido otros hitos que pudieran haber propiciado un mayor volumen de OPA, como la introducción del euro en 1999. Sin embargo, este hecho no parece haber contribuido a desencadenar una oleada ni haber estimulado, respecto a periodos anteriores, las adquisiciones por parte de grupos de empresas no residentes comunitarias. Según señala Campa (2004), la fragmentación de la estructura empresarial en Europa, marcada por las fronteras nacionales, hace que el proceso de fusiones y adquisiciones europeo se deba más a las operaciones realizadas dentro de cada economía que a las transacciones efectuadas entre economías de países de la UEM, y ello parece haberse hecho más patente una vez se

consolidan las cuotas de mercado tras el proceso de apertura de nuestra economía.

En suma, este trabajo va a intentar abordar la actividad que los grupos de empresas han desarrollado en el mercado de control español durante el intervalo 1983-2007, período especialmente interesante por el proceso de reorganización de las cuotas de mercado provocado por el proceso de incorporación de España a la actual UEM. En concreto, el estudio se basa en el análisis de las OPA en las que han estado implicados los grupos de empresas como parte adquirente, prácticamente el 90% del total de las ofertas de adquisición<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para obtener la información sobre los grupos de empresas nos basamos en los datos que los adquirentes aportan en los folletos informativos de OPA

La perspectiva será doble: por una parte, se resaltan los principales rasgos de los grupos empresariales adquirentes según el sector donde han llevado a cabo la adquisición (apartado 2.º). Por otra, se analiza el crecimiento externo vía OPA de los grupos de empresas más activos, en función de la clase de grupo, industrial o financiero, que haya realizado la operación, con el fin de distinguir si sus estrategias y objetivos han sido similares o no a la hora de decidir llevar a cabo una OPA (apartado 3.º).

En el apartado 4.º se hace una breve caracterización del papel que los grupos de empresas públicos han desempeñado en las OPA, así como de la influencia que desde el Estado se ha ejercido en la conformación de grupos de empresas. Finalmente, en el apartado 5.º, se exponen las principales conclusiones.

## 2. LA ACTIVIDAD DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES EN EL MERCADO DE CONTROL: ANÁLISIS SECTORIAL<sup>2</sup>

Uno de los principales temas que el análisis desde el punto de vista sectorial va a

---

en los que, tal como requiere la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (LMV) y especialmente el posterior Real Decreto de 26 de julio de 1991 (RD) que desarrolla lo establecido en la LMV, se debe especificar si los oferentes (los adquirentes) pertenecen a algún grupo, entendiendo como tal lo establecido en el artículo 42 del Código de Comercio y en el Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas. En esta legislación la relación de pertenencia se basa principalmente en las relaciones de control, medido por la cuantía de derechos de voto que se posea o de miembros del órgano de administración que se haya designado, directa o indirectamente. A su vez, empleamos la información contenida en el Directorio de Consejeros y Directivos (DICODI), Fomento de Producción, bases de datos SABI y AMADEUS y, por último, la prensa de negocios, especialmente en aquellas OPA llevadas a cabo con anterioridad a la entrada en vigor del RD.

<sup>2</sup> La clasificación sectorial sobre la que se va a hacer el análisis tiene en cuenta el sector al que pertenece la

permitir poner de manifiesto es la importancia que, como acabamos de mencionar, ha tenido en el tejido empresarial español el proceso de integración en la actual UE. Según Myro y Ruiz (1999), la mayor competencia procedente del exterior ha estimulado el proceso de fusiones y adquisiciones, favoreciendo la consolidación industrial de un grupo reducido de grandes empresas de carácter internacional y elevada eficiencia. Entre las empresas líderes que mencionan se encuentra un gran número de las que han actuado como grupo adquirente en las ofertas de adquisición del período 1983-2007.

Los sectores bursátiles que han sido más afectados, atendiendo al número de OPA recibido, han sido el de los «Servicios financieros e Inmobiliarias», seguido del que agrupa las sociedades cotizadas incluidas bajo el epígrafe de «Materiales básicos, Industria y Construcción» (gráfico n.º 3). En total, sobre las sociedades de estos dos sectores recaen casi las dos terceras partes de las OPA llevadas a cabo en el período de análisis. Cuando el criterio es el coste de las OPA en cada sector, entonces, los tres sectores que más recursos han absorbido son «Servicios financieros e Inmobiliarias» (26%), «Materiales básicos, Industria y Construcción» (26%) y «Petróleo y Energía» (24%) (gráfico n.º 4).

### 2.1. Servicios Financieros e Inmobiliarias

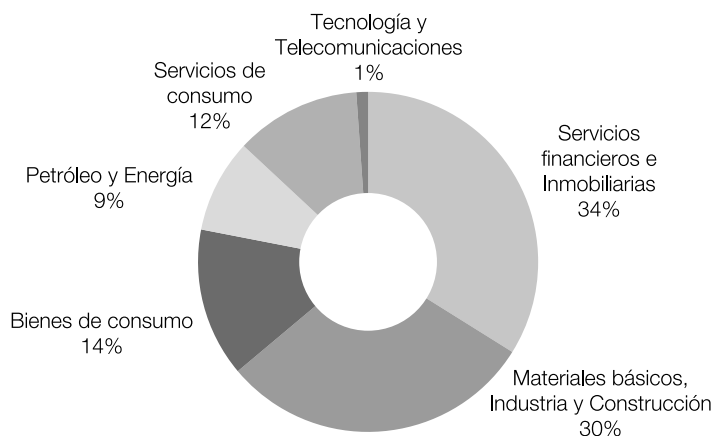
Las OPA realizadas por los grupos de empresas en el sector de los «Servicios Financieros e Inmobiliarias» son las más

---

empresa adquirida, según el criterio de clasificación que realizan las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y la Sociedad de Bolsas en 2005. Los sectores bursátiles definidos son Servicios financieros e Inmobiliarias, Materiales básicos, Industria y Construcción, Bienes de consumo, Petróleo y Energía, Servicios de consumo.

Gráfico n.º 3

**Número de OPA realizadas por grupos de empresas según el sector bursátil de la sociedad adquirida. 1983-2007**



Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en los folletos informativos de OPA (CNMV), boletines de la Bolsa de Madrid, base de datos SABI y prensa de negocios.

numerosas: más de ciento diez ofertas con un coste en torno a veintisiete mil millones de euros (constantes, año base 2000) a lo largo del período 1983-2007. Este sector abarca los bancos, las compañías de seguros, las sociedades de cartera y holding, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) y las sociedades inmobiliarias.

Por subsectores, el mayor número de empresas afectadas ha sido el de las inmobiliarias, seguido de las sociedades de cartera y holding, bancos y, en mucha menor medida, las compañías de seguros. Si comparamos las características más relevantes entre los subsectores se pone de manifiesto cómo la inmensa mayoría de las operaciones de adquisición se han llevado a cabo entre empresas con actividades relacionadas, esto es, las adquisiciones son de tipo principalmente horizon-

tal y en algunos casos vertical<sup>3</sup>. En efecto, detrás del 100% de las OPA sobre compañías de seguros hay un grupo de empresas de se-

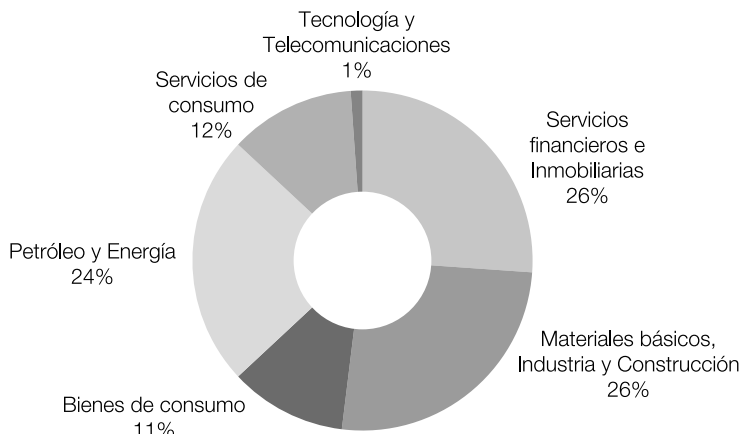
<sup>3</sup> Un criterio usual para tipificar las fusiones y adquisiciones es el que las clasifica en función tanto de la etapa del proceso productivo en que se encuentran las sociedades implicadas como de la sustituibilidad de los productos que elaboran. Se distinguen tres tipos:

- a) Horizontales: cuando la oferta de adquisición se realiza entre empresas que se encuentran en la misma etapa del proceso productivo, haciendo un mismo tipo de actividad económica. Son empresas competidoras o potencialmente competidoras.
- b) Verticales: las empresas implicadas trabajan en diferentes etapas del proceso productivo. Si se toma como referencia la situación que tiene la empresa adquirente en la cadena de producción, la verticalidad puede darse en dos sentidos:
  - b.1) Hacia detrás, integrando a los proveedores o suministradores.
  - b.2) Hacia delante, cuando la empresa adquirida es cliente de la adquirente.

Cuando la fusión o adquisición es de tipo horizontal o vertical se dice que la operación se ha realizado entre empresas con actividades relacionadas.

Gráfico n.º 4

**Volumen de recursos financieros empleados en las OPA (en euros constantes) según el sector bursátil de la sociedad adquirida. 1983-2007**



Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en los folletos informativos de OPA (CNMV), boletines de la Bolsa de Madrid, Barcelona y Valencia y prensa de negocios.

guros; detrás de algo más del 90% de las OPA sobre bancos hay grupos bancarios; y detrás de casi el 90% de las OPA sobre sociedades de inversión mobiliaria hay fundamentalmente grupos bancarios y, en menor medida, holding y grupos de sociedades de cartera.

En el caso de las sociedades inmobiliarias, el 40% de estas operaciones parten de grupos inmobiliarios, en buena medida de tipo familiar. El resto de los casos responde fundamentalmente a adquisiciones realizadas por grupos también de tipo familiar, pero representados mediante sociedades de

cartera, grupos bancarios (nacionales y extranjeros) y en algún caso grupos hoteleros.

Si atendemos a la nacionalidad del grupo adquirente, destaca la presencia de grupos extranjeros en las adquisiciones llevadas a cabo en el subsector bancario si se compara con el resto de los subsectores comprendidos en «Servicios Financieros e Inmobiliarias», donde los grupos nacionales predominan.

Los objetivos que hay detrás de las OPA llevadas a cabo en este sector son heterogéneos. En el caso de los bancos, se puede destacar las tomas de control en otros bancos y las ofertas destinadas a retirar las sociedades bancarias de la cotización bursátil. Dentro de la primera finalidad son reseñables las adquisiciones que tanto ciertos grupos nacionales (especialmente los actuales grupos bancarios Santander y Bilbao Vizcaya Argentaria) como algún grupo extranjero

c) Conglomerados: se refiere al conjunto de empresas cuyas actividades económicas no están necesariamente relacionadas –desde el punto de vista de la demanda, sus productos no son sustitutivos cercanos ni son inputs determinantes de su producción– y se encuentran bajo la influencia de un mismo centro de decisión. Los grupos conglomerados también se conocen como diversificados.

(por ejemplo, el grupo estadounidense Chase que adquirió el Banco de Finanzas en 1985) realizaron a comienzos de la década de los ochenta a raíz de la crisis bancaria acaecida a finales de los años setenta.

El resto de las tomas de control en bancos se han efectuado de forma dispersa a lo largo de la década de los noventa y comienzo de este siglo, destacando la presencia de grupos extranjeros de la Unión Europea (Grupos Credit Lyonnais, Barclays, Finantia o el grupo Caixa Geral de Depositos). Como mencionábamos anteriormente aún más destacadas que las OPA para obtener el control de la sociedad objetivo (sobre la que se lanza la OPA) son las operaciones tendentes a excluirlas de la cotización, finalidad que tienen la mitad de las ofertas realizadas sobre los bancos. Estas operaciones suelen ser el resultado de las adquisiciones previas en la mayor parte de los casos y buscan simplemente retirar del mercado bursátil a las empresas bancarias filiales, manteniendo la matriz cotizando en su mercado de origen. Esta finalidad tiene igual peso en los grupos nacionales y en los extranjeros.

En cuanto a las OPA sobre las sociedades de cartera, cabe destacar su concentración temporal ya que la mayor parte de ellas se llevan a cabo hasta 1996, con especial intensidad en 1988 cuando Banesto y el Banco de Santander lanzan cinco ofertas cada uno sobre sus sociedades filiales de cartera cotizadas con el fin de aumentar su participación en ellas con carácter defensivo y así evitar OPA hostiles. En estas sociedades, especialmente en el caso del Santander, se encontraban depositadas una buena parte de sus participaciones industriales. De forma que, conforme se acerca el momento de la liberalización de los movimientos de capitales en la Unión Europa, los grupos financieros adoptaron estrategias defensivas, reforzando las matrices el control sobre sus filiales.

Finalmente, en las adquisiciones sobre sociedades inmobiliarias se distinguen dos tipos de estrategias:

- a) La estrategia de tomar participaciones de control sin llegar a adquirir el control absoluto ( $\geq 50\%$ ) en la empresa objetivo<sup>4</sup>, como por ejemplo la OPA parcial (por el 36% del capital social) que lanza el grupo alemán Deutsche Bank sobre el grupo alemán Deutsche Bank sobre Filo en 2000, cuya participación vende posteriormente en la OPA que en 2001 presenta el grupo holandés ING sobre esta misma empresa.
- b) En otras ocasiones, la adquisición es para consolidar grupos inmobiliarios, como muestra el caso de la OPA que Bami Inmobiliaria realiza sobre Inmobiliaria Zabálburu y Metrovacesa en 2000 y 2003, respectivamente, o la expansión al sector inmobiliario de sectores relacionados, como el hotelero, por ejemplo (OPA de NH Hoteles sobre Promociones Eurobuilding y Sotogrande en 1997 y 1999, respectivamente).

En suma, las OPA en el sector de los Servicios Financieros e Inmobiliarias son operaciones entre empresas con actividades relacionadas, hechas fundamentalmente por grupos nacionales con el fin de tomar el control de la sociedad objetivo (bancos, inmobiliarias) o aumentarlo (sociedades de cartera) con fines defensivos. Los grupos extranjeros destacan en las OPA de exclusión bursátil sobre sus filiales bancarias.

## 2.2. Sector de Materiales Básicos, Industria y Construcción

Bajo este epígrafe se encuentran comprendidas las empresas pertenecientes a los

<sup>4</sup> En estos casos es difícil precisar si la empresa adquirida forma parte del grupo o simplemente forma parte de la cartera de valores del grupo.

siguientes subsectores: «Minerales, Metales y Transformación de productos metálicos», «Fabricación y Montaje de bienes de equipo», «Construcción, Materiales de construcción», «Industria química» y, finalmente, «Ingeniería y otros» (sector sobre el que sólo ha habido una OPA por un grupo familiar) e «Industria aeroespacial» (sin OPA). En este sector se producen el 30% de las OPA y absorbe el 26% de los recursos financieros empleados en estas operaciones durante el período analizado (1983-2007). Destacamos a continuación las características más significativas por subsectores de las ofertas realizadas por grupos empresariales.

En el conjunto del subsector de «Minerales, Metales y Transformación de productos metálicos» se puede distinguir el predominio de las adquisiciones de tipo relacionado (horizontales y verticales) y la similitud en la importancia que tienen los grupos nacionales y extranjeros en las tomas de control en las sociedades objetivo. Dentro del subsector sobresalen las OPA sobre las empresas de aceros, que son de las más tempranas pues empiezan en 1987 con la reordenación del sector fomentada desde el Estado, que será el principal accionista del grupo que se forma, Acenor. El grupo Acenor se constituye a partir de las tres OPA que Forjas Alavesas lanza sobre las empresas Aceros del Llodio, Aceros y Fundiciones del Norte (Pedro Orbe-go) y Olarra, y la OPA de exclusión de Echevarría. Actualmente este grupo, que se privatiza en 1995, se llama Sidenor y está en manos, desde 2005, del grupo siderúrgico brasileño Gerdau y del grupo Santander. En el gráfico n.º 5 aparece la composición del grupo Sidenor hasta su privatización.

Las ofertas en el subsector siderúrgico continúan a menor ritmo a lo largo del período, aunque aumentando la escala, como en el caso de la OPA de la europea Arcelor (fusión de Aceralia, Arbed y Usinor) sobre Ace-

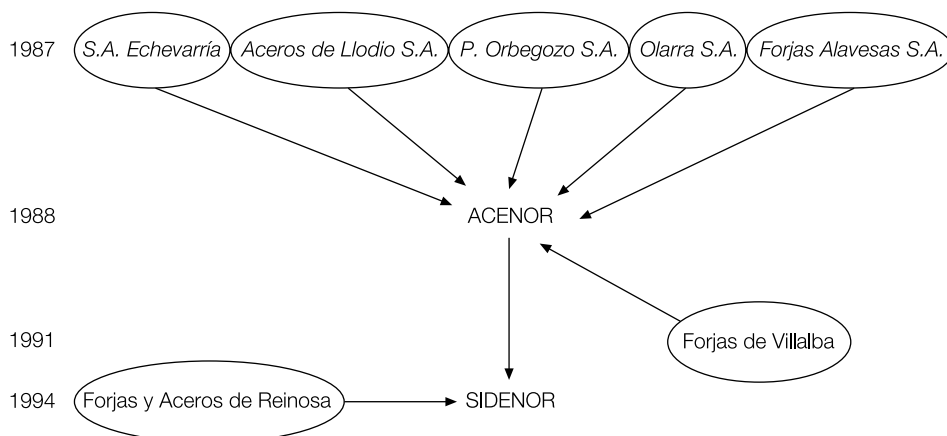
ralia en 2002 y muy especialmente la posterior OPA del grupo anglo-indio Mittal Steel sobre Arcelor en 2006, la OPA más costosa en la historia de estas operaciones en España. Tanto es así que esta operación supone el 70% de los recursos financieros empleados en el total de las OPA del sector de Materiales Básicos, Industria y Construcción.

Las OPA realizadas en el subsector de Fabricación y Montaje de bienes de equipo también son predominantemente de tipo relacionado. El rasgo, quizá, más característico es que algo más del 75% se deben a operaciones realizadas por grupos extranjeros (de ellas, el 50% de grupos comunitarios —por ejemplo, Citroen, Siemens, Moulinex o Renault— y el 40% de grupos estadounidenses —los grupos UTH, Allied-signal o Exide). Todo lo contrario sucede en el subsector de la Construcción donde predominan los grupos nacionales (75%).

En cuanto a las adquisiciones en el subsector de los Materiales de construcción, lo más destacado es el peso que tienen las ofertas sobre las sociedades cementeras, donde casi el 60% de las empresas afectadas son objeto de OPA por grupos extranjeros: Italcementi-Ciment Français (sobre Sociedad Financiera y Minera, Cementos Rezola y Cementos Molins), el francés Lafarge (sobre Asland, Asland Catalunya y Mediterráneo y Cementos Molins), el mejicano CEMEX (sobre Compañía Valenciana de Cementos y La Auxiliar de la Construcción), el portugués CIMPOR (sobre Corporación Noroeste y Cementos Cosmos) y el suizo Holderbank (sobre Hornos Ibéricos Alba y Cementos Rezola). Una vez alcanzado el control absoluto, suelen excluir estas empresas de la cotización bursátil. El 40% restante de las empresas afectadas se corresponde con operaciones de los grupos nacionales, principalmente con un fin de tipo defensivo, intentando blindar el control

Gráfico n.º 5

**La conformación del grupo Sidenor**



Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en la página web de Sidenor. En cursiva las operaciones de integración llevadas a cabo mediante OPA.

de la sociedad filial aumentando su dominio en ella (OPA en 2004 sobre Cementos Molins por el grupo familiar Cementos Molins) o bien excluyéndola de la cotización (OPA en 1995 del grupo Fomento de Construcciones y Contratas, a través de Cementos Portland, sobre su participada Cementos Alfa).

En el resto de las OPA realizadas sobre empresas de materiales de construcción (cristal, madera y materiales para la impermeabilización) también destaca la presencia de grupos extranjeros comunitarios. La práctica totalidad de las operaciones en este subsector son de tipo relacionado.

Por último, en la Industria química casi el 75% de las empresas objeto de OPA tiene como parte adquirente un grupo nacional<sup>5</sup>,

destacando el peso del grupo Inmobiliaria Villar Mir en las OPA que realiza en 1996 sobre Hidro Nitro, Nitratos de Castilla y Sefanitro. Los grupos extranjeros adquirentes son de nacionalidad estadounidense (Praxair y Air Products) y francés (Air Liquide) y se centran en los gases industriales. Las actividades económicas del 90% de las empresas objetivo son de tipo relacionado con las de los grupos adquirentes (véase nota a pie n.º 3).

La diversidad de industrias englobadas en el sector bursátil de Materiales Básicos, Industria y Construcción hace difícil sintetizar los rasgos de las OPA llevadas a cabo en él. Quizá sea destacable la mayor presencia de grupos extranjeros, respecto a otros sectores, en parte estimulada por el

<sup>5</sup> En el caso de la industria química llama la atención el peso que los adquirentes nacionales tienen en el sector bursátil respecto del que tienen en el control

del sector químico, ya que, según García de la Cruz (2007), el predominio del control en esta industria está en manos de grupos foráneos.

proceso de incorporación a la UE, que implica que estas adquisiciones sirvan como vía para internacionalizar la actividad productiva de los subsectores afectados, como en los casos del acero, la fabricación y montaje de bienes de equipo o los materiales de construcción.

### 2.3. Bienes de consumo

Más de la mitad de las OPA del sector de Bienes de Consumo se debe a las adquisiciones de sociedades del subsector de la Alimentación y Bebidas. En este subsector también ha sido decisiva la incorporación de España a la CEE, tanto por el aumento del tamaño relativo del mercado (que impulsa a las empresas nacionales a aumentar su dimensión), como por la entrada neta de capital extranjero (Gracia y Albi-su, 2004; Fernández Núñez, 2000). De hecho, el 85% de las sociedades afectadas por OPA en el subsector Bebidas se debe a grupos extranjeros (el irlandés Guinness, el británico Allied Domecq, el holandés Heineken y el francés BSN-Danone). Sólo hay dos operaciones de grupos nacionales: la adquisición por el grupo Codorniu de Bodegas Bilbaínas en 1997 y la OPA de «blindaje» que el grupo Damm hace sobre Cervezas del Turia en 1995 para evitar la entrada de Danone. Prácticamente todas las operaciones son de tipo horizontal.

Respecto a las empresas objetivo del subsector de la Alimentación, no cabe apreciar ningún rasgo relevante en cuanto a la nacionalidad del adquirente o el mayor peso de algún grupo en las compras realizadas en la Bolsa. Lo que puede ser más significativo en este caso es el hecho de que casi en un tercio de las operaciones en las que se ha producido un cambio en el control de la empresa mediante una OPA aparecen las fami-

lias, generalmente las fundadoras de la empresa, vendiendo dicho control. Al tiempo que una parte de los accionistas familiares salen de sus empresas y se produce la entrada de inversión extranjera, se produce un movimiento defensivo de las empresas nacionales cotizadas (buena parte de ellas también familiares) que pactan las OPA o llevan a cabo fusiones con el fin de ganar tamaño frente a la competencia de las grandes multinacionales foráneas de la alimentación. Este hecho también se pone de manifiesto en los trabajos de Fernández Núñez (2000) o Fariñas y Jamandreu (1999). En nuestro caso, como ejemplo, cabe citar la OPA en el año 2000 de Campofrio (controlada por el grupo Carbal de la familia Ballvé) sobre OMSA o la integración de Koipe en el grupo de SOS Cuétara (controlada por la familia Salazar) en el año 2003. En cuanto a la relación entre la actividad económica de la empresa objetivo del subsector de la Alimentación y la adquirente, en un 80% de los casos éstas son relacionadas (véase nota a pie n.º 3).

También es de destacar en las operaciones sobre empresas de Bebidas y Alimentación las numerosas OPA de exclusión bursatil de empresas relativamente pequeñas de tipo familiar y de muchas de las filiales o empresas participadas de multinacionales extranjeras. Estos son los casos de Unión Cervecera en 1992, adquirida mediante OPA por Cruzcampo (actualmente del grupo Heineken) en 1991<sup>6</sup>; la empresa también cervecera San Miguel, que fue objeto de tres OPA (en 1994, 1995 y 1996) por parte del grupo de alimentación francés BSN-Danone, que la excluye de la cotización en 1997; Conservas Garavilla, que se excluye en 1998; Bodegas y Bebidas (anti-

<sup>6</sup> La holandesa Heineken compró en 1999 el grupo Cruzcampo al grupo irlandés Guinness.



gua Savín) controlada por Allied Domecq desde 2001 y excluida en 2002; o el caso de Heineken España (la antigua El Águila), filial de Heineken, que se excluye en 2003.

Del resto de los subsectores que componen el sector bursátil de Bienes de Consumo destacamos el mayor peso de los grupos extranjeros en las OPA realizadas en la industria papelera (especialmente del grupo irlandés Jefferson Smurfit) y en el conjunto de sociedades agrupado como «Otros bienes de consumo» donde encontramos tomas de control tan dispares como las del grupo portugués Fábrica De Vidros Barbosa & Almeida sobre Vidriera Leonesa en 1999 y 2000 o la costosa OPA del grupo británico Imperial Tobacco sobre Altadis a finales de 2007.

De nuevo se aprecia en este sector bursátil el peso de los grupos adquirentes extranjeros y, en menor medida, la respuesta de los grupos nacionales, que se conforman en parte mediante OPA especialmente en el subsector de la Alimentación, con el fin de competir internacionalmente con los grupos alimentarios foráneos. También es de destacar la «privatización» de las empresas cerveceras y su «sustitución» en el panorama bursátil del subsector de Bebidas por las empresas vinícolas.

#### 2.4. **Petróleo y Energía**

En el subsector del petróleo el hecho clave para analizar el proceso de adquisiciones es la publicación de la Ley 45/84 de Reordenación del sector petrolero de 17 de diciembre, ya que marca el comienzo del proceso de liberalización de una industria controlada por el Estado hasta entonces. En torno a esa fecha, el grupo público Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) lanza dos ofertas de adquisición, de las primeras OPA realizadas

en España: una sobre CAMPSA en 1983 y la otra sobre Petroliber en 1985.

En 1991, tal como contemplaba la citada ley, el INH transfiere una parte de su participación en CAMPSA a las empresas privadas con activos de refino: Cepsa, Petromed y Ertoil<sup>7</sup>. Ese mismo año se producen dos OPA en el subsector: el grupo francés Elf Aquitaine aumenta su participación en el control de Cepsa y el británico BP Oil toma el control de Petromed, lo que le permite presentarse junto con Petronor, Repsol, Ertoil y Cepsa como parte adquirente en la OPA sobre CAMPSA de 1991, que tiene como objetivo adquirir las acciones que aún estaban en manos de accionistas minoritarios.

El último movimiento significativo en este sector, tras su reordenación, ha sido el aumento de participación del actual grupo Santander en Cepsa en 2003, que desata una pugna con la petrolera Totalfina-Elf por el control de la sociedad. En 2006, tras la intervención del Tribunal de Arbitraje de La Haya, el grupo Santander le vende un paquete del 4,35% a Totalfina-Elf (que se hace con el 48,8%) y el Santander se queda con el 27,7%.

De todas formas, en el sector Petróleo y Energía las OPA que destacan, tanto por número como por volumen de dinero empleado, son las realizadas sobre las sociedades eléctricas cotizadas (el 71% de las OPA y el 80% del coste de las ofertas sobre el sector), sociedades que, en este caso, son muy representativas del subsector en la economía real.

Las adquisiciones en el subsector de la Electricidad también tienen detrás un proce-

---

<sup>7</sup> La otra gran parte (el 64,36% del capital) queda en manos del sector público a través de Petronor, Repsol y Repsol Petróleo.

so de reordenación promovido desde el Estado con el fin de ganar economías de escala. En este caso, los ejes de actuación han sido dos, según Rodríguez Romero (1999). Uno de ellos ha consistido en la fusión entre empresas privadas: la de Iberduero con Hidroeléctrica Española, por una parte, que se lleva a cabo en el mercado mediante OPA en 1991 y la de Unión Eléctrica con Fenosa, por otra, que se hace fuera del mercado bursátil. El otro eje ha sido el crecimiento de la empresa, inicialmente pública, Endesa. Así, desde 1991 el grupo Endesa lidera el proceso de adquisición, casi continuo, que se lleva a cabo sobre las empresas eléctricas, con las OPA sobre Electra de Viesgo en 1991, Sevillana de Electricidad y FECSA en 1991 y 1996, y Saltos del Nansa en 1992 y 1994.

El hecho distintivo desde el año 2000 es que algunas de las OPA las lanzan grupos de empresas de otros sectores (por ejemplo, la OPA del Grupo Villar Mir sobre Hidrocantábrico en 2001, la del Grupo ACS sobre Unión FENOSA en 2006 o la del grupo constructor Entrecanales sobre Endesa en 2007) y otros países (las alemanas RWE y E.ON sobre Hidrocantábrico y Endesa, respectivamente —que finalmente no prosperan— o la de la pública italiana Enel, en coalición con Entrecanales, también sobre Endesa en 2007 que finaliza con éxito).

Por tanto, el rasgo característico en las OPA llevadas a cabo por grupos de empresas en este sector es su estrecha relación con la liberalización en el sector Petróleo y la intervención que el sector público ha tenido como empresario y legislador en el sector eléctrico.

## 2.5. Servicios de consumo

En este sector se incluyen las empresas cotizadas cuya actividad principal se en-

cuadra en el Ocio, Turismo y Hostelería, Comercio, Medios de comunicación y Publicidad, Transporte y Distribución o Autopistas y Aparcamientos. Estos sectores económicos tan diversos no están especialmente representados en las Bolsas. No obstante, vamos a destacar las características generales de los grupos empresariales que han lanzado OPA en este sector bursátil. Es destacable el peso de los grupos nacionales, excepto en el subsector Comercio en el que la importancia de los grupos extranjeros es similar al de los nacionales. Por clase de grupo, en el subsector de Ocio, Turismo y Hostelería destaca la presencia de los grupos familiares mientras que el rasgo más significado en el subsector de Autopistas y Aparcamientos es la presencia de grupos constructores y grupos financieros, siendo estos últimos quienes en menor grado han mantenido su posición de control en la empresa adquirida.

Cabe citar el ejemplo de las OPA sobre la Sociedad de Aparcamientos de Barcelona (SABA), que fue adquirida mediante OPA en 1993 por el Banco de Santander para ser vendida un año después en la OPA que el grupo La Caixa lanza a través de su filial ACESA (que posteriormente se fusionó con Aurea para formar Abertis y actualmente sigue participada en un 25% por La Caixa). Posteriormente, en el 2002, el grupo La Caixa excluye SABA de la cotización bursátil. La misma estrategia sigue con Iberpistas, cuyo control toma en 2002, excluyéndola del mercado bursátil ese mismo año. Entre los grupos no financieros tenemos las OPA del grupo Ferrovial sobre Cintra en 1998, para aumentar su control, y 1999, para excluirla de la cotización, y Sacyr en 2006 para hacerse con el control absoluto de Europistas, que actualmente sigue manteniendo.

En el conjunto del sector Servicios de consumo, la mayor parte de las adquisiciones son también de tipo relacionado (ver nota n.º 3).

### **3. LA ESTRATEGIA DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES: GRUPOS FINANCIEROS FRENTE A GRUPOS INDUSTRIALES**

#### **3.1. Grupos financieros**

Llamamos grupos financieros a aquéllos en los que la matriz del grupo empresarial es un banco, caja de ahorros, sociedad de cartera/*holding* o una sociedad de seguros. Debido a la actividad que han desarrollado en el mercado de control de empresas cotizadas, nos vamos a centrar en los grupos formados por las entidades de crédito, esto es, aquéllos en los que la empresa líder es un banco o caja.

La creación de estos grupos, inicialmente constituidos por parte de la banca privada y recientemente, desde principios de la década de los noventa del siglo XX, emprendidos por parte de las cajas de ahorros, ha contribuido a apuntalar las relaciones banca-industria en España (Sanchís y Soriano, 2001). Las ventajas e inconvenientes de esta relación han sido ampliamente tratadas en la literatura empresarial, también para el caso español<sup>8</sup>.

Cabe señalar algunas particularidades entre los grupos formados en torno a un banco o una caja. Por una parte, la implicación de los bancos en la industria tiene una larga tradición en nuestra economía, ya que el desarrollo industrial español ha estado basado en buena medida en la financiación bancaria y

en la toma de participaciones accionariales de los bancos en la industria. El papel de las cajas de ahorro es, por el contrario, relativamente novedoso, pues su cometido en la industria o en la formación de grupos ha estado limitado por motivos legales hasta finales de la década de los ochenta. Por eso sus adquisiciones son relativamente recientes y, por el momento, su estrategia predominante parece enfocarse a la toma de participaciones que no son de control absoluto.

Por otra parte, la evolución que presenta la composición de sus grupos también difiere, al menos en el momento actual. Si nos remontamos al comienzo de la década de los ochenta, que es cuando empieza nuestro análisis, se asiste a un proceso de reordenación de las participaciones de los grupos bancarios que tiene como resultado una caída de las cuotas de participación agregadas de los bancos en el capital de las empresas (Chuliá, 1990), hecho que se pone de manifiesto en el mercado de OPA con la venta de paquetes de control de sociedades no financieras en manos de los bancos, principalmente los procedentes de sectores maduros y tradicionales (Sáez y Martín, 2000). A la vez se refuerza el control ejercido sobre las sociedades filiales de mayor valor estratégico desde una perspectiva de grupo económico, lo que se advierte en las OPA que tienen como fin aumentar el control en la filial o excluirla de la cotización. Según Chuliá (1990), los recursos obtenidos de la venta de posiciones indeseadas de acciones sirvieron, en unos casos, para mejorar la cuantía de resultados y, en otros, para financiar la adquisición de paquetes de control sobre otras empresas del grupo.

A partir de los noventa, aunque los bancos aumentan su participación en ciertas empresas no financieras, fruto de la liberalización del sector de las telecomunicaciones

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, los números monográficos de Papeles de Economía Española (1990) o Economía Industrial (2001).

y de las privatizaciones (Sanchís *et al.*, 1998), prevalecen las adquisiciones en entidades de crédito y la expansión de los bancos a nivel internacional (Sáez y Martín, 2000); agregadamente se reduce el peso de las participaciones sobre el total de activos a diferencia de lo que ocurre con las cajas de ahorro (Nieto y Serna, 2001).

En efecto, las cajas de ahorros han incrementado desde el principio de los noventa, sobre todo desde 1995 (Sáez y Martín, 2000), sus participaciones accionariales en las empresas no financieras, especialmente en empresas que no son del grupo, al contrario de lo que hacen los bancos (Sanchís y Soriano, 2001). El aumento de las participaciones en las carteras de las cajas se debe también a la liberalización del sector servicios y la privatización de grandes empresas del sector público en España (a las que acceden en las OPV), a lo que se suma la reducción de los márgenes de beneficios y la estrecha relación entre las cajas y el sector inmobiliario (Sanchís y Soriano, 2001) y de la construcción (Sáez y Martín, 2000).

Cuando nos centramos en las OPA llevadas a cabo por grupos financieros, se ponen de manifiesto las tendencias apuntadas anteriormente. Los grupos financieros más activos en el mercado de OPA han sido, por orden de importancia, el del actual Banco Santander, anteriormente Banco Santander Central Hispano<sup>9</sup>, y el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)<sup>10</sup>, en el caso

de los bancos; el grupo La Caixa, en el caso de las Cajas de Ahorros y la Corporación Mapfre, en los Seguros.

El grupo Santander, que también incorpora actualmente lo que fue el grupo Banesto, se encuentra detrás de un tercio de las OPA llevadas a cabo por los grupos del sector de Servicios financieros e Inmobiliarias. La política de adquisiciones de este grupo de bancos ha sido variada, pero se puede sintetizar en:

1. La adquisición de bancos, originada, por un lado, en la crisis bancaria de finales de los setenta y comienzos de los ochenta, que permite ampliar los grupos bancarios a través de la adquisición de los paquetes accionariales que estaban en poder del Fondo de Garantía de Depósitos y las compras posteriores en los mercados bursátiles, en caso de que las sociedades fueran cotizadas. Cabe citar como ejemplo la OPA que el Banco Hispano Americano realiza en 1983 sobre el Banco Urquijo. La mayor operación de compra de bancos mediante OPA que ha hecho este grupo tiene también su origen en una crisis, la de Banesto, cuya adquisición en 1998 ha sido la más importante en volumen de dinero que se ha efectuado en España en este subsector. Por otro lado, ha habido adquisiciones de bancos tendentes a blindar el control de la sociedad o excluirla de la cotización, como son las llevadas a cabo por el entonces BCH sobre el Banco Vitalicio en 1992 y sobre el Banco de Fomento en 1993, o la exclusión de la filial de Banesto, Banco de Desarrollo Económico en 1995.

---

<sup>9</sup> El Banco Santander Central Hispano cambia su denominación en 2007 a Banco Santander. La anterior denominación hacía referencia a la fusión que en 1989 se lleva a cabo entre el Banco de Santander y el Banco Central Hispano (BCH) (fusión a su vez del Banco Central y del Banco Hispano Americano en 1991).

<sup>10</sup> El BBVA surge en 1999 como resultado de la fusión entre el BBV (fusión a su vez del Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya en 1988) y Argentaria. Éste último, también conocido como Corporación Bancaria de

---

España, se forma igualmente por la fusión de diversos bancos, en este caso públicos: Banco Exterior de España, Caja Postal de Ahorros, Banco Hipotecario de España, Banco de Crédito Local y Banco de Crédito Agrícola. Se privatiza entre 1993 y 1998.

2. Las ofertas de adquisición con carácter defensivo de sus sociedades de cartera, muy especialmente las llevadas a cabo en 1988 por Banesto y el Banco de Santander sobre cinco (Patrisa, Rentisa, Fintisa, Cartisa, Invatisa) y seis (Mobinter, Norvasa, Central de Inversiones en Valores, Cartera Mobiliaria, Bansaliber, Financiera Bansander) de estas sociedades, respectivamente, con el fin de impedir OPA hostiles sobre ellas. En el caso del grupo del Banco de Santander estas sociedades de cartera eran especialmente valiosas porque es donde se encontraban las participaciones industriales de este banco. En el caso de Banesto, es la Corporación Banesto la que funciona como holding de las participaciones industriales del banco, corporación sobre la que también se efectúan dos OPA en 1993 y 1995 para aumentar la participación, que ya era de control absoluto, y en 2000 para excluirla de la cotización.
3. Si nos centramos en la política de adquisiciones/enajenaciones que han llevado cabo en el sector no financiero, lo específico del caso del actual grupo Santander es que en él confluyen bancos con fuerte vocación de permanencia en la industria, como Banesto y el Banco Central Hispano, con el Santander que, tal como afirma Noceda (1999), se caracteriza por la elevada rotación que hace de sus participaciones de control en las empresas<sup>11</sup>. Así,

---

<sup>11</sup> En algunos casos es difícil establecer la diferencia entre empresa participada y filial, no tanto por saber si el porcentaje de acciones que posea la adquirente supone o no tener el control en la adquirida, sino por conocer si esa compra de control tiene como fin especular posteriormente con el valor de la empresa objetivo o ejercer la propia adquirente el control sobre la adquirida como em-

en el caso del Santander tenemos como ejemplo de esta política la OPA sobre la empresa de aparcamientos SABA en 1993, en la que aumenta su control con el fin de tener un paquete accionarial que le permita negociar su venta posteriormente en una situación privilegiada en la OPA que ACESA, filial de La Caixa, realiza sobre SABA en 1994. Otro ejemplo sería el de la OPA del Santander sobre la eléctrica Electra de Viesgo, que tiene lugar en 1983, que da lugar a otra OPA en 1991 cuando el Santander le vende su participación de control en Electra a Endesa.

Este tipo de estrategia también cabe encontrarla en la política de Banesto en su última etapa antes de sufrir su crisis. Citemos como ejemplo la OPA que lanza en 1992, a través de la Corporación Banesto, sobre la cementera La auxiliar de la Construcción (SANSON), vendiendo ese mismo año su paquete accionarial al grupo cementero mejicano CEMEX, lo que desencadena la OPA de dicho grupo sobre SANSON.

Lo específico del grupo BBVA es la confluencia de dos bancos privados (el Bilbao y el Vizcaya) con un grupo bancario de origen público (la Corporación Argentaria). El número de operaciones llevadas a cabo en el mercado bursátil es muy inferior al caso anterior del grupo Santander. Sin embargo, cabe establecer comparaciones en sus estrategias de adquisición:

1. Al igual que el grupo anterior, también en el grupo BBVA encontramos OPA sobre bancos que son consecuencia de la crisis bancaria de finales de los

---

presas de su grupo. Algunos autores, como Ruiz Céspedes (2004), utilizan como criterio para considerar a una empresa filial que la participación accionarial de la adquirente sea un cincuenta por ciento como mínimo.

setenta. Tales son los casos de las OPA que el Banco de Vizcaya lanza sobre el Banco de Crédito Comercial en 1986 o la del Banco Exterior de España (BEX, posteriormente integrado en Argentaria) sobre el Banco del Cantábrico en 1983. Este banco también se hizo cargo, aunque no mediante OPA, del Banco Simeón, cuya venta a la Caixa Geral de Depositos en 1995, provoca, esta vez, una OPA. No hay más operaciones posteriores sobre bancos cotizados en España, exceptuando la exclusión bursátil del BEX en 1997.

2. En este grupo no cabe encontrar ejemplos de OPA de carácter defensivo, pero sí encontramos casos en los que el grupo Banco de Bilbao ha seguido en Bolsa una estrategia de adquisiciones/enajenaciones parecida a la llevada a cabo por el grupo Banco de Santander, con la diferencia de que el Banco de Bilbao excluye de Bolsa a las sociedades objetivo tras las OPA que llevan a cabo y, luego, las vende a otras empresas «de espaldas» al mercado. Tal es el caso de las OPA llevadas a cabo en 1991, una sobre Avidesa, a través de su filial Helados y Congelados, que vende en 1994 al grupo Nestlé una vez exluido de la Bolsa, la otra es la OPA que lanza sobre Espasa Calpe para excluirla y vendérsela posteriormente al grupo Planeta y al francés Group de Presse de la Cité. En otras ocasiones, la venta de paquetes accionariales importantes ha dado lugar a alguna OPA, como cuando vende a la inmobiliaria Bami el 24% de Metrovacesa.

La principal caja de ahorros desde el punto de vista de su actividad en el mercado de OPA español es la Caja de Ahorros y

Pensiones de Barcelona («La Caixa»). Su estrategia de compras se puede resumir en:

1. La adquisición de sociedades del sector de Servicios Financieros e Inmobiliarias: en el subsector bancos, la OPA sobre el Banco Herrero en 1995, que posteriormente excluye en 2000; en el de las Sociedades de cartera, las OPA sobre las sociedades de dicho banco que, de forma sobrevenida, debe realizar en 1996 (Inversiones Herrero y Valores Mobiliarios Herrero); en el subsector de las Inmobiliarias, la OPA sobre Inmobiliaria Asturiana (también como adquisición sobrevenida al comprar el Banco Herrero), y las sucesivas compras de Inmobiliaria Colonial, en 1992 y 1993. Posteriormente, en 2006, La Caixa llega a un acuerdo con el grupo inmobiliario Inmocaral para transmitirle, mediante OPA, su participación accionarial en Colonial.
2. Respecto de las sociedades no financieras, La Caixa está presente como adquirente en la segunda OPA sobre SABA —en la que, como hemos mencionado, pacta con el Banco de Santander la compra de su paquete de control— y la oferta que recientemente ha lanzado en compañía del grupo francés Suez sobre la Sociedad de Aguas de Barcelona. Su mayor publicidad como adquirente ha venido dada, sin embargo, por la OPA (negativa) que su filial Gas Natural lanza sobre Endesa en 2006.

Por último, cabe destacar en el subsector de los Seguros las OPA que la Corporación Mapfre realiza sobre sus filiales para reorganizarse (Invermapfre, Mapfre Inmuebles, Banco Mapfre y Mapfre Vida, esta OPA en asociación con Caja Madrid). Actualmente ninguna de ellas sigue cotizando.

### 3.2. Grupos no financieros

Una de las principales diferencias en la estrategia de los grupos no financieros respecto de los financieros, es que los primeros no realizan OPA sobre sociedades del sector financiero durante el período analizado<sup>12</sup>. Otro rasgo diferente es la menor rotación que los grupos no financieros hacen de sus filiales/participadas en el mercado público de control, al contrario de lo observado con la estrategia de enajenaciones/adquisiciones que los grupos bancarios llevan a cabo en la década de los ochenta y noventa.

En cuanto a los objetivos, los grupos no financieros nacionales han realizado también adquisiciones de carácter defensivo (aumentando la participación en su filiales o excluyéndolas del mercado para evitar OPA hostiles), y de adaptación al nuevo tamaño de mercado (adquiriendo empresas del sector o de otros sectores no relacionados), lo que ha originando en ocasiones la formación de grupos de empresas de tipo relacionado, como en el caso de los aceros o la alimentación, o de tipo diversificado (ver nota n.º 3), como seguidamente exponemos. Ruiz Céspedes (2004) señala cómo la proliferación de estos grupos buscaría conseguir el suficiente tamaño para competir en los mercados internacionales. Por otra parte, los grupos no financieros extranjeros han empleado este procedimiento de compra para conseguir una cuota en un mercado en fase de reconstrucción. Este sería el caso de lo ocurrido en el subsector de materiales de construcción, por ejemplo.

Vamos a presentar brevemente tres ejemplos representativos de las estrategias

anteriormente mencionadas. En concreto nos vamos a referir a la estrategia de los grupos nacionales Ebro-Puleva y Villar Mir y la del grupo extranjero Italcementi. El primero es un grupo que engloba empresas con actividades de tipo relacionado, mientras que los otros dos son grupos de tipo conglomerado (ver nota n.º 3).

El caso de Ebro-Puleva es representativo de la conformación de un grupo nacional con proyección internacional que se fragua en la década de los noventa, en buena medida como movimiento «defensivo» de las empresas nacionales ante la entrada de los grupos multinacionales extranjeros en el sector de la Alimentación. También es representativo de la intervención que desde el sector público se ha ejercido en las operaciones de concentración y, finalmente, de la estrategia de adquisiciones/enajenaciones que ha caracterizado a los grupos financieros en la década de los ochenta y noventa, como acabamos de mencionar.

Hay dos OPA implicadas, de forma indirecta, en el proceso de formación del grupo. Por una parte la que, de forma hostil, lanza el grupo Torras sobre Ebro en 1988 con el fin de aumentar su control en la sociedad. Ebro, que era la primera empresa azucarera del país, se fusiona en 1990 con Industrias Agrícolas, la tercera empresa del subsector, formando Ebro Agrícolas. La segunda OPA implicada es la que ese mismo año lanza el Banco Central sobre Sociedad General Azucarera (la segunda productora del subsector) para aumentar su control en esta filial. Seis años después vende esta participación a una serie de cajas de ahorros, a la propia Ebro Agrícolas y de forma minoritaria a la empresa pública MERCASA, por sugerencia del gobierno. Mientras, el grupo conglomerado kuwaití Torras-Kio mantiene su participación en Ebro Agrícolas, a pesar de la cri-

<sup>12</sup> La única excepción que tenemos en nuestra serie de OPA es la oferta que lanza una inmobiliaria sobre una sociedad de inversión.

sis que sufre Torras-Kio desde 1993, hasta que en 1998, por presión del gobierno, le vende el control del grupo alimentario Ebro Agrícolas a un conjunto de accionistas nacionales (cajas de ahorros, grupo familiar Hernández y la empresa pública Alycesa) para que pueda llevarse a cabo la fusión, en 1998, con Sociedad General Azucarera de España y conservar así en manos españolas el control del quinto productor europeo de azúcar. Por último, este grupo se fusiona con Puleva en 2000.

En el caso del grupo nacional Villar Mir, fundado en 1987, su estrategia de compra mediante OPA ha buscado la diversificación. Podría considerarse un ejemplo de cómo una fortuna personal se diversifica a través de la diversificación del grupo creado. Así, por una parte, lleva a cabo en 1996 tres OPA sobre sociedades químicas (Sefanitro, Hidro Nitro y Nitratos de Castilla) para hacerse con su control o aumentarlo. En la primera de las sociedades la OPA es inicialmente hostil: en las otras dos se evita la hostilidad pactando con los accionistas mayoritarios la venta de sus paquetes accionariales. Posteriormente, en 2002 desembarca en el sector eléctrico (junto con la eléctrica alemana EnBW, sociedad participada por Electricité de France, EdF) con una OPA para tomar el control de Hidrocantábrico, control que había sido disputado previamente por Unión FENOSA y de nuevo lo será en 2001 por RWE, que finalmente desiste. En 2002 se excluye la sociedad de la cotización bursátil y el grupo Villar Mir le vende su participación a EnBW. Su última operación en el mercado público de control ha sido en 2006, cuando lanza una OPA sobre la sociedad constructora OHL.

En el caso del grupo italiano Italcementi, también asistimos al crecimiento del grupo a través de las OPA que realiza en el mercado bursátil español. Sin embargo, en esta oca-

sión quien lleva a cabo la mayor parte de las operaciones es el grupo Ciment Français, adquirido por Italcementi en 1992, como se mencionaba en el análisis sectorial. Las OPA en nuestra economía tienen por objeto hacerse con una cuota en el mercado del cemento, muy disputado en la década de los noventa por grupos extranjeros. Así, termina por hacerse con el control de Cementos Rezola en 1989 (gracias a la venta que en la OPA le hace el grupo suizo Holderbank de su paquete de acciones), para posteriormente, en 1992 excluirla de la cotización mediante OPA; toma el control de Sociedad Financiera y Minera en 1990 (gracias a la venta que el Banco Central le hace de su paquete accionarial en esta sociedad), lo aumenta en 1998 y ese mismo año la excluye del mercado bursátil.

Así como su estrategia de adquisición de las sociedades anteriores no conllevaron contratiempos relevantes, con Cementos Molins (grupo con filiales bien situadas en mercados como el argentino, uruguayo y mejicano) se desencadena una pugna por el control a lo largo de varios años. En efecto, en 1993 Ciment Français toma una participación importante de Cementos Molins mediante OPA, lo que le produce importantes fricciones con el grupo familiar que tiene el control absoluto. Cuatro años después, le vende al grupo cementero francés Lafarge esta participación, y ello ocasiona dos nuevas OPA: la de entrada de Lafarge en el accionariado de Cementos Molins en 1997 y la de su salida en 2004, con la OPA defensiva que lanza el grupo familiar Cementos Molins.

#### **4. REGULACIÓN Y GRUPOS EMPRESARIALES PÚBLICOS**

La presencia del Sector Público en las OPA excede su papel como parte adquirente. Como hemos visto, las OPA en los



subsectores del acero, el petróleo, la electricidad, el azúcar o los bancos han sido resultado, de una forma u otra, bien de la «tutela» de diferentes organismos públicos, bien de la legislación liberalizadora. Cuando la intervención ha sido directa, tanto a través de empresas públicas financieras (como Argentaria) como no financieras (como Tabacalera), es relevante cómo una parte de sus operaciones venían motivadas por determinados objetivos de política económica (mantenimiento del empleo en determinadas sectores o zonas en reconversión, defensa de sectores estratégicos, ...). Ejemplos de ello los encontramos en las OPA que se llevan a cabo entre empresas de un sector en reconversión, el de los aceros, que terminan con la creación de Sidenor; o la OPA que el Banco Exterior de España lleva a cabo sobre un banco en crisis, el Banco del Cantábrico, en 1983; o la que el Instituto de Fomento de Andalucía lleva a cabo sobre Santana Motor en 1997, o la de Tabacalera sobre Elosúa en 1992.

En otras ocasiones las operaciones han tenido por objeto intervenir en la reordenación de sectores regulados. Tal sería el caso de las adquisiciones del *holding* público Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) en el sector del petróleo (las OPA sobre CAMPSA y Petroliber) y gas (OPA sobre Gas Madrid), o las ya mencionadas de Endesa en el sector eléctrico, donde el actual grupo se gesta en buena medida mediante OPA.

Además hay que señalar el fenómeno de las privatizaciones de las empresas públicas, especialmente intenso a partir de 1996, ya que ha originado que otro mercado de control, el de las Ofertas Públicas de Venta (OPV), tomase auge y es en este mercado donde se pone de manifiesto la novedosa estrategia de las Cajas de Ahorros en la toma de participaciones en estas empresas.

## 5. CONCLUSIONES

La incorporación de la economía española al mercado europeo ha desencadenado un importante proceso de adquisiciones mediante OPA en nuestro país que tiene detrás, en buena medida, tanto la formación de grupos de empresas nacionales como la expansión de grupos nacionales y extranjeros en busca de una cuota mayor en un mercado en proceso de transformación. Posteriormente este proceso se fue moderando, quizá por la consolidación de las cuotas de mercado, quizá por la irrupción en los mercados de valores, mediante OPV, de importantes participaciones accionariales provenientes de empresas públicas privatizadas, muy demandadas por los grupos, especialmente por los financieros. En el último lustro el subsector que más se ha visto impulsado por los grupos en el mercado de las OPA ha sido el inmobiliario, como consecuencia del crecimiento económico extraordinario que dicho subsector experimentó en ese período.

De hecho, el sector bursátil de Servicios financieros e Inmobiliarias junto con el de Materiales básicos, Industria y Construcción son los que mayor peso han tenido, en número de operaciones y volumen de recursos (en este caso, junto con el de Petróleo y Energía) durante el período de análisis (1983-2007).

Por nacionalidad del grupo, los grupos nacionales han destacado en las adquisiciones realizadas en los subsectores de Servicios financieros, Inmobiliarias, Construcción, Energía, Alimentación o Servicios de Consumo, mientras que los grupos extranjeros han sido más activos comprando en los subsectores de Materiales de construcción, Fabricación y montaje de bienes de equipo, Bebidas o en el siderúrgico. La mayor parte de

las OPA ha sido entre empresas con actividades económicas relacionadas.

Si atendemos a la clase de grupo, parece observarse ciertas diferencias entre las estrategias llevadas a cabo por los grupos financieros respecto de los grupos cuya matriz no es una empresa financiera (grupos no financieros). Es más, incluso dentro del sector financiero se pueden apreciar particularidades en función de si la matriz es un banco o una caja de ahorros. Así, el peso de la banca en el mercado de OPA es especialmente relevante en la década de los ochenta y parte de los noventa, tanto en su estrategia de adquisiciones —bien tomando el control de bancos en crisis o de empresas no financieras para su cartera industrial, bien aumentando su participación en sus filiales o excluyéndolas de la Bolsa para evitar tomas de participación indeseadas— como de enajenaciones que dan lugar en bastantes ocasiones a nuevas OPA.

A partir de la década de los noventa, los objetivos de la banca en sus OPA han sido las adquisiciones muy selectivas en empresas no financieras (a las que también acceden mediante OPV), pues en este período centran su estrategia de crecimiento en su propio sector, tanto a nivel nacional como internacional.

En el caso de las cajas, la formación de un grupo de empresas en torno a ellas tiene una menor tradición que en el caso de la banca por las limitaciones legales a las que se han visto sometidas. Sin embargo, en las dos últimas décadas han tomado el relevo de la banca en la toma de participaciones en el sector no financiero. Quizá sea pronto para saber si van a afianzar esas participaciones y formar grupo o el objetivo es simplemente el de un inversor institucional que busca rentabilizar su inversión en

un plazo no muy largo sin implicarse particularmente en la gestión de la empresa.

Respecto a la estrategia de los grupos no financieros, es de destacar la ausencia casi total de OPA sobre empresas financieras y la menor rotación que hacen de sus participaciones, en comparación con los grupos financieros, lo que lleva a pensar que con sus adquisiciones su objetivo suele ser que la empresa adquirida pase a formar parte del grupo. En estos grupos es donde se pueden encontrar casos de una mayor pugna por conseguir una cuota en el mercado nacional, como la que han mantenido los grupos cementeros o la que se sigue manteniendo en el sector eléctrico.

Consideramos que merece una mención especial el papel que el Sector Público ha desempeñado en el proceso de formación y expansión de los grupos de empresas. Y no sólo por su actuación a la hora de liberalizar los sectores más intervenidos de la economía o en manos del Estado, sino también por su mediación en la reordenación de sectores con el fin de ganar economías de escala. A su vez ha intervenido puntualmente realizando adquisiciones a través de empresas de control o propiedad pública por motivos de política económica (como la «defensa» de sectores estratégicos o el intento de evitar la destrucción de empleo en determinadas zonas). La posterior política de privatizaciones ha tenido como consecuencia que estos grupos pasen a manos privadas, como en el caso de Sidenor.

Por último, es de destacar el elevado número de empresas adquiridas por los grupos que han sido excluidas del mercado bursátil, lo que implica una cierta limitación de la disciplina que los mercados puedan ejercer sobre estas empresas y su sustitución por la disciplina de los mecanismos de control internos del grupo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERGLÖF, E. Y BURKART, M. (2003): «European Takeover Regulation». *Economic Policy*, 18 (36): April, 173-213.
- CAMPA, J.M. (2004): «Fusiones y adquisiciones en Europa: una asignatura pendiente». *Universia Business Review*, segundo trimestre, 002:12-19.
- CHULIÁ, C. (1990): «Las participaciones del sistema bancario en las empresas no financieras». *Papeles de Economía Española*, 44: 73-86
- CUERVO, A. (1999): «Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos y factores no explícitos como determinantes del éxito». *Economistas*, 82: 20-31.
- (1988): *La crisis bancaria en España*. Editorial Ariel. Barcelona.
- FARIÑAS, J.C. Y JAMANDREU, J. (1999): «Fusiones entre empresas: hechos, efectos e interrogantes». *Economistas*, 82:32-40
- FERNÁNDEZ NÚÑEZ, M.T. (2000): «La industria agroalimentaria española ante la globalización». *Economía Industrial*, 333: 87-100.
- FERNÁNDEZ, Z. (2001): «Las relaciones banca-industria: un tiempo para la revisión». *Economía Industrial*, 341: 13-24.
- GARCÍA DE LA CRUZ, J.M. (2007): «Empresas y regulación de la competencia», en GARCÍA DE LA CRUZ, J. M. Y RUESGA BENITO, S. M (Eds.) *Economía española. Estructura y regulación*, Thomson. Madrid, 163-194.
- GONZÁLEZ, F. (2001): «El contenido informativo de las participaciones industriales de la banca». *Economía Industrial*, 341: 25-33.
- GRACIA, A. Y ALBISU, L.M. (2004): «Evolución de la industria agroalimentaria española en las dos últimas décadas». *Economía Industrial*, 355/356: 197-210.
- MARTÍNEZ VILCHES, R. (2001): «Las participaciones empresariales de las Cajas de Ahorros. La experiencia de Caja Madrid». *Economía Industrial*, 341:71-78.
- MYRO-SÁNCHEZ, R. Y RUIZ CÉSPEDES, T. (1999): «Concentración de la producción y liderazgo en la industria española». *Economistas*, 82: 70-86.
- NIETO, M. J. Y SERNA, G (2001): «Las participaciones accionariales de las entidades financieras: Influencia sobre sus resultados». *Economía Industrial*, 341:35-42.
- NOCEDA, M.A. (1999): «Participaciones accionariales y núcleos duros». *Economistas*, 82: 151-158.
- RODRÍGUEZ ROMERO, L. (1999): «Regulación, estructura y competencia en el sector eléctrico español». *Economistas*, 82: 121-132.
- RUIZ CÉSPEDES, T. V. (2004): «Grandes grupos empresariales en la industria tradicional española». *Economía Industrial*, 355-356: 107-132.
- SÁEZ FERNÁNDEZ, F. J. Y MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (2000): «Las participaciones empresariales de la banca y las Cajas de Ahorros españolas, 1992-1998». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 222-236.
- SANCHÍS PALACIO, J. R. Y SORIANO HERNÁNDEZ, J.F. (1998): «Las relaciones banca-industria en España. Un estudio empírico sobre las participaciones de las entidades de crédito en el capital de las empresas no financieras». *Perspectivas del sistema financiero*, 63-64: 83-102.
- 2001: «Las relaciones banca-industria en España. Participaciones bancarias en el período 1992-1997». *Economía Industrial* 341: 55-66
- VALERO, F.J. (1999): «El tamaño de las entidades bancarias y sus implicaciones», *Economistas*, 82: 106-119
- ZOIDO, M.E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas». *Investigaciones económicas*, XXII (3): 427-467.

---

# *Participaciones industriales de la banca española: contexto, evolución y situación actual*

156

Este trabajo analiza la presencia de las entidades bancarias como accionistas de empresas no financieras españolas. Se revisan las características fundamentales de los dos modelos de sistemas financieros (orientado al mercado y a la banca) y los fundamentos teóricos sobre los beneficios y costes asociados a las participaciones industriales bancarias. El análisis de las participaciones actuales de bancos y cajas de ahorros pone de manifiesto su presencia activa y cualificada en el capital de las grandes empresas españolas, más como accionistas significativos que mayoritarios. Las cajas de ahorros, bien ellas mismas o a través de sus corporaciones, muestran una cartera inversora más diversificada e importante en número que los bancos. Durante 2006, los bancos han efectuado importantes desinversiones en su cartera industrial.

*Lan honetan aztertzen da nolako presentzia duten banku-erakundeek Espainiako enpresa ez-finantzarioen akziodun moduan. Finantza-sistemen bi ereduei buruzko (merkatu eta bankuei zuzendatu) funtsezko ezaugarriak aztertzen dira, bai eta bankuen industria-partaidetzei lotutako onuren eta kostuen gaineko oinarri teorikoak ere. Bankuek eta aurrezki-kutxek gaur egun dituzten partaidetzak aztertuz gero, agerian geratzen da erakunde horiek presentzia aktiboa eta kualifikatua dutela Espainiako enpresa handien kapitalean, batez ere akziodun aipagarri moduan; ez hainbeste, ordea, akziodun gehiengodun moduan. Aurrezki-kutxek, beren kabuz edo beren korporazioen bidez, bankuek baino inbertsio-zorro dibertsifikatuagoa eta handiagoa erakusten dute. 2006an, bankuek desinbertsio handiak egin dituzte beren industria-zorroan.*

This paper aims to analyze the role of financial institutions as shareholders of non financial listed firms. After revising the main characteristics of the two-types of financial systems (market and bank oriented) and presenting the theoretical framework of the benefits and costs of financial stockholdings, the paper describes the actual situation. Banks and savings institutions are active and qualified investors. They act more as significant shareholders than as main shareholders. Savings institutions, themselves or through their corporations have a more diversify portfolio. They invest in more non financial firms than banks. During 2006, banks have disinvested in several companies.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Modelos de sistema financiero
  3. La banca como accionista: beneficios y costes
  4. Las participaciones industriales de la banca española: evolución y situación actual
  5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: participaciones, banca, cajas de ahorros.

Keywords: stockholdings, banks, savings institutions.

N.º de clasificación JEL: G21, M1.

## 1. INTRODUCCIÓN

España ha sido tradicionalmente clasificada como un país con un sistema financiero basado en los bancos (*bank-based system*) por la importancia que tradicionalmente han tenido las participaciones de las entidades bancarias en el capital de las empresas. Dos rasgos distintivos de la historia empresarial española han sido la importancia de la banca mixta (banca comercial y que invierte en empresas o banca universal) en la financiación de las empresas y un modelo de desarrollo basado en la creación de grupos empresariales (Valdalisio, 2004). En nuestro

país, la banca tuvo un papel destacado en el desarrollo económico (Tortella, 1972 y 1974; Torrero, 1989), especialmente en lo que se refiere a su papel como impulsor de la industria española hasta la crisis bancaria de los años ochenta (Pes, 1990). Tradicionalmente, la participación de la banca en la industria fue un negocio reservado a los bancos, pero a partir de los años noventa, la participación en empresas industriales por parte de las cajas de ahorros experimentó una importante expansión (Cals, 1998).

Por ello, las relaciones banca-industria, y en general, la participación de las entidades del sistema bancario en el capital de empresas no financieras ha sido analizada ampliamente en nuestro país. Destacan así las aportaciones de Blanch *et al.* (1990), Torrero (1990), Bergés y Sánchez del Villar (1991), Cuervo (1991), Torrero (1991), Ochoa (1993), Saez *et al.* (1994), Martín *et*

---

\* Las autoras agradecen la ayuda prestada por la Dra. Silvia Gómez Ansón para la realización de este artículo. Este trabajo ha sido financiado por el proyecto SEJ2005-08805 del Ministerio de Educación y Ciencia, el proyecto V069 de la Comunidad de Madrid y la Universidad Rey Juan Carlos y la Cátedra Iberdrola de Investigación en Dirección y Organización de Empresas.

al. (1995), Saá-Requejo (1996), Zoido (1998), Gutiérrez *et al.* (2000), Casasola *et al.* (2001) y Fernández (2003).

La anunciada o ya realizada salida a bolsa de los holdings industriales de las cajas de ahorros españolas, asociada a su interés por captar recursos y a sus planes de expansión internacional, ha reavivado el debate en nuestro país sobre las relaciones banca-industria, y sus posibles beneficios y costes.

El objetivo del presente artículo es analizar la presencia del sector bancario como accionista de las empresas no financieras en nuestro país. Para ello, en la sección 2 se hace una descripción de los dos modelos de sistema financiero (orientado al mercado y a la banca) y sus principales características. A continuación, en la sección 3 se exponen los fundamentos teóricos acerca de los posibles beneficios y costes asociados a las participaciones industriales por parte del sector bancario, aludiendo a la evidencia empírica existente al respecto. La sección 4 presenta de manera breve la evolución e importancia de las relaciones banca-industria en el pasado y la situación actual, mostrando la composición de la cartera industrial de los bancos y cajas de ahorros existentes hoy en día en nuestro país. Finalmente, en la sección 5 se exponen las principales conclusiones.

## 2. MODELOS DE SISTEMA FINANCIERO

Los economistas han debatido ampliamente sobre los méritos relativos a los dos modelos básicos de relaciones entre el sistema bancario y la industria: el modelo anglosajón o modelo orientado al mercado —*market oriented system*—, y el modelo continental o modelo orientado a la banca

—*bank oriented system*—. Muchos autores han señalado así las ventajas que tienen los mercados para financiar la creación de nuevas empresas, la expansión empresarial, y por ende, el crecimiento económico, mientras que otros autores señalan las ventajas de los sistemas basados en la banca. En este sentido, se suelen poner como ejemplo de sistemas orientados al mercado los existentes en Reino Unido y Estados Unidos, frente a los sistemas basados en los bancos, entre los que se suele citar a Japón y Alemania.

En el modelo orientado a la banca, las instituciones del sistema bancario poseen importantes carteras de valores industriales y tienen un importante peso en la financiación a largo plazo de las empresas (Corbett, 1987). Este modelo se caracterizaría así por el bajo desarrollo de los mercados financieros, acudiendo las empresas mayoritariamente al sistema bancario en busca de financiación. Pero además, en los países en los que predomina el modelo orientado a la banca, el gobierno de las empresas descansa fundamentalmente en mecanismos de supervisión internos, principalmente en el control ejercido por los grandes accionistas —debido a la elevada concentración de propiedad— y por el consejo de administración. Por ello, este modelo recibe también la denominación de modelo interno. En este contexto, los conflictos de agencia predominantes serían aquéllos entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios y no tanto entre propiedad y control.

Distintos autores sugieren el efecto beneficioso de la participación en el capital de las empresas como consecuencia de su mayor información y de su orientación a largo plazo (González, 2001). En este sentido, Gerschenkron (1962) argumenta que los

bancos financian mejor la expansión industrial que los mercados en economías no desarrolladas. Bancos poderosos podrían forzar a las empresas a revelar información y a cumplir con el pago de la deuda en ausencia de mercados de capitales desarrollados (Rajan y Zingales, 1999). Stulz (2001) argumenta que los bancos son más efectivos para proveer recursos a nuevas e innovadoras actividades ya que pueden comprometerse a realizar aportaciones de fondos adicionales a medida que se desarrolla el proyecto.

Por el contrario, los sistemas basados en los mercados de capitales, tienen a éstos como principales asignadores de fondos ya que las empresas acuden a ellos en busca de la financiación a largo plazo, encargándose el sistema bancario principalmente de suministrar recursos financieros a corto plazo. En este modelo, habitualmente asociado a países como el Reino Unido y Estados Unidos, la propiedad está dispersa, presentándose mayoritariamente un problema de agencia entre accionistas y directivos y prevalecerán como mecanismos de supervisión, los externos, basados fundamentalmente en la disciplina de los mercados, como la del mercado de capitales o de control corporativo, por lo que también se conoce como modelo externo.

Los que apoyan el modelo orientado al mercado enfatizan que los bancos pueden paralizar la innovación extrayendo rentas informacionales y protegiendo a empresas establecidas (Hellwig, 1991; Rajan, 1992). Además, puede haber efectos colusivos con los gestores empresariales en contra de los inversores externos e inhibir un eficiente mercado de control corporativo (Hellwig, 1998). Serían los mercados los que promoverían en mayor medida industrias innovadoras y basadas en I+D (Allen, 1993).

Aunque tradicionalmente se ha tratado el tema como dos modelos o sistemas contrapuestos, ello no tiene por qué ser necesariamente así. Bancos y mercados pueden actuar de forma complementaria en la provisión de servicios financieros, siendo lo importante para el crecimiento empresarial el desarrollo financiero, tal y como sugiere la denominada «*financial services view*». Es más, es difícil encuadrar a los países en uno u otro sistema, incluso en el caso de los países considerados como ejemplos de cada uno. Así, por ejemplo Beck y Levine (2002) muestran que, si se utiliza la actividad comparada de mercados de valores *versus* bancos como medida de la adscripción de un país a uno u otro modelo, Japón obtiene puntuaciones similares a Reino Unido; por el contrario, si se consideran las restricciones legales a la participación de los bancos en el capital, éstas existen en Japón, mientras que son inexistentes en el Reino Unido. Es más, estos autores demuestran que no hay correlación entre la ratio actividad de los mercados de valores frente a bancos y restricciones legales a la banca para una muestra de 42 países.

Igualmente, por lo que se refiere a otro aspecto que se suele citar como característico de los sistemas orientados a la banca, la elevada concentración de propiedad, los países exponentes de los distintos modelos no siempre reflejan una estructura accionarial acorde con las características que presuponen los modelos. Tal y como muestran La Porta *et al.* (1999), mientras que en Alemania, el 15 por ciento de las empresas tienen como principal accionista un banco, este porcentaje es de 0 en Japón, Estados Unidos o Reino Unido.

En los últimos años la denominada literatura «*Law and Finance*» iniciada por los trabajos de La Porta *et al.* (1997, 1998) sugiere

que el desarrollo de los mercados de capitales depende de distintos factores como las costumbres, normativas, legislación y regulación, así como de su aplicación. Las diferencias existentes entre países en la protección legal a los inversores, en las leyes de los mercados de valores, en los estándares contables y en la aplicación de la legislación, influyen en las posibilidades de los internos de expropiar riqueza a los inversores, y por ende, determina la confianza de los inversores en los mercados y su desarrollo. Los países con una mayor protección a los inversores presentarán una estructura de propiedad más dispersa y un mayor desarrollo de los mercados financieros, tanto de renta variable como de renta fija.

Así, en los países pertenecientes a sistemas legales de origen civil romano suele existir un reducido grado de protección a los inversores (La Porta *et al.*, 1997), por lo que presentan un bajo desarrollo de sus mercados de capitales, un reducido número de empresas cotizadas, reducida liquidez, información y transparencia, y una escasa actividad por parte de los inversores institucionales (Nestor y Thompson, 2000). En estos países las empresas presentan una elevada concentración de la propiedad empresarial principalmente en manos de familias, bancos y otras empresas no financieras; siendo asimismo frecuente la existencia de participaciones cruzadas y de estructuras piramidales (La Porta *et al.*, 1999).

Por el contrario, los países con un sistema legal basado en el derecho común presentan un alto grado de protección a los inversores, un gran número de empresas cotizadas, elevada liquidez y transparencia informativa, una estructura de propiedad menos concentrada, y escasas participaciones cruzadas entre empresas y estructuras piramidales.

Estudios recientes como el de Levine (2000), que demuestra que el tipo de sistema financiero no es un buen predictor del crecimiento económico, o el de Beck y Levine (2002) sugieren que lo que realmente influye en el crecimiento empresarial es el desarrollo financiero de los mercados y la protección a los inversores y no el tipo de modelo (orientado al mercado o a la banca). Este hecho ayuda a explicar que la evidencia empírica no haya conseguido decantarse por las bondades del modelo de sistema financiero basado en la banca o en el mercado de capitales (Shleifer y Vishny, 1997). Si bien, como ya hemos comentado, no se observa que uno u otro modelo conlleve una mayor eficiencia económica, las características específicas de cada uno de los modelos sí que parecen favorecer un mayor desarrollo de determinadas actividades económicas (Allen y Gale, 2000).

De hecho, el modelo orientado al mercado sería más flexible y tendría mayor capacidad de respuesta ante los cambios en el entorno competitivo de la empresa, mientras que el modelo interno fomentaría en mayor medida las relaciones a largo plazo y permitiría implementar políticas que requieran el mantenimiento de relaciones estables entre diferentes agentes o grupos con intereses en la empresa (Allen, 1994). El modelo externo ofrecería ventajas comparativas a las empresas pertenecientes a sectores innovadores y basados en las nuevas tecnologías, mientras que el modelo interno favorecería el desarrollo de empresas pertenecientes a sectores maduros y con menor grado de incertidumbre en sus flujos de renta futuros (Allen y Gale, 1999; Huang y Xu, 1999; Carlin y Mayer, 2003).

España, como otros países, no presenta todas las características que permitirían adscribirlo a un modelo orientado a la banca



o a un modelo orientado al mercado, pero sí que es considerado tradicionalmente dentro del grupo de países con un modelo orientado a la banca. Las empresas españolas cotizadas se caracterizan por presentar una elevada concentración accionarial y altos niveles de endeudamiento —principalmente bancario—. En relación con la estructura de propiedad, se observa además que el control suele ser ejercido por familias, seguidas en importancia por entidades financieras que a su vez presentan una propiedad dispersa. Así, de acuerdo con Crespi y García-Cestona (1998), tomando como muestra las empresas españolas cotizadas en el año 1995, la participación accionarial —directa e indirecta— del principal accionista asciende en promedio al 38,27% del capital, elevándose esta cifra hasta el 57,45% para el caso de los tres mayores accionistas. Estudios más recientes como los de Leech y Manjón (2003), Mínguez y Martín (2003) o Santana y Aguiar (2004), presentan cifras de concentración accionarial similares. Además, tal y como muestran Sacristán-Navarro y Gómez-Ansón (2007), en más de la mitad de las empresas cotizadas, los grandes accionistas controlan a las empresas mediante otras empresas y ejercen en algunos casos el control mediante el uso de estructuras piramidales, estando presentes en gran parte de las empresas cotizadas (26%).

En cuanto a la naturaleza de los grandes accionistas que ostentan el control último de las empresas españolas, estos son, en un elevado porcentaje, individuos y familias —aproximadamente el 55% de las empresas que poseen accionistas de control—, y entidades financieras, que a su vez se caracterizan por tener una propiedad dispersa —entre un 11 y un 18% de las empresas— (Faccio y Lang, 2002; Santana y

Aguiar 2004). Según Sacristán-Navarro y Gómez-Ansón (2007), los bancos son los últimos propietarios de las empresas cotizadas en un 13% de los casos, existiendo una divergencia significativa entre los derechos de caja y de voto que poseen. El poder de estos grandes accionistas se ve fortalecido porque habitualmente no suele existir un segundo accionista de control —en un 44,3% de los casos un único accionista mayoritario ejerce el control de la empresa—, y por la habitual vinculación de los gestores al principal grupo de control —en un 62,5% de los casos— (Faccio y Lang, 2002).

Otro de los aspectos característicos del modelo de gobierno corporativo español es que las empresas cotizadas presentan un elevado grado de endeudamiento, que se sitúa en torno al 40% de su pasivo total en promedio, siendo éste principalmente de naturaleza bancaria (Salas, 1998). El posible papel disciplinario ejercido por la deuda es corroborado por distintos estudios que muestran que el mercado reacciona positivamente ante el anuncio de incrementos en la deuda bancaria (González, 1997; Arrondo y Gómez-Ansón, 2003) o que el apalancamiento financiero presenta una relación positiva con el valor empresarial (Rodríguez, 1997), especialmente en el caso de empresas con pocas oportunidades de inversión rentables y elevados flujos de caja libres (De Andrés *et al.*, 2000) y en empresas pertenecientes a sectores en crisis (Gutiérrez, 2000). Se observa además que las empresas en las que el máximo ejecutivo tiene más posibilidades de llevar a cabo comportamientos oportunistas, tratan de eludir la disciplina del endeudamiento utilizando en menor medida esta fuente de financiación (Menéndez y Gómez-Ansón, 2002).

España posee una legislación civil de origen romano-francés y por ello se encuadra dentro del grupo de países que presentan una menor protección legal a los accionistas en relación con los países anglosajones. Sin embargo, presenta una protección a los accionistas relativamente elevada dentro del grupo de países con este tipo de legislación (4 puntos sobre 5, media de 2,33 puntos); aunque el grado de eficiencia del sistema judicial es relativamente bajo (6,25 puntos sobre 10) (La Porta *et al.*, 1998). El grado de corrupción existente en España (6,9 puntos sobre 10) es superior al existente en los países anglosajones y escandinavos, si bien iguala al existente en Francia y es inferior al existente en países como Italia o Portugal (Transparency Internacional, 2004).

Otro de los rasgos característicos de España ha sido la reducida capitalización bursátil en términos de PIB, debido al número reducido de empresas cotizadas en las bolsas de valores, el reducido grado de inversión institucional, y la relativa baja liquidez de los activos negociados (Fanjul, 1998; Demirgüç-Kunt y Levine, 2001), aun a pesar del importante desarrollo que han experimentado en los últimos años de los años noventa. Unido a ello, el desarrollo del mecanismo externo del mercado de control corporativo también ha sido escaso. La evidencia empírica demuestra el carácter amistoso de la mayor parte de las operaciones de adquisición realizadas a lo largo de esos años, siendo muy reducido el número de opas hostiles (Alcalde y Espitia, 2001). Esta escasez de operaciones hostiles se puede atribuir a la ya comentada elevada concentración de la propiedad de las empresas españolas lo que dificultaría el éxito de este tipo de operaciones cuando son contrarias a la voluntad del grupo de

control, a la legislación existente en España en relación con esta materia (Fernández-Armesto, 1997) y a las medidas defensivas implantadas en las empresas españolas cotizadas (Eguidazu, 1996; Fernández y Gómez-Ansón, 1997; Cuervo, 2002; Santana y Aguiar, 2004).

### 3. LA BANCA COMO ACCIONISTA: BENEFICIOS Y COSTES

En países como Alemania, Bélgica, Países Nórdicos, Portugal o España, la banca es uno de los accionistas significativos de las empresas industriales. Como grandes accionistas, las entidades bancarias concentrarán una parte importante de su riqueza en las empresas en las que invierten, en detrimento de carteras más diversificadas y soportarán una disminución en la liquidez de los títulos de la empresa (Admati *et al.*, 1994; Bolton y Von Thadden, 1998), pero su posición de accionistas significativos generará incentivos para que ejerzan un papel activo en la supervisión de la actuación directiva pues los mayores beneficios asociados a una participación significativa en el capital permitirán compensar los costes derivados de la actividad de supervisión (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1986; McConnell y Servaes, 1990).

La presencia de grandes accionistas permitirá superar la falta de incentivos individuales para ejercer la supervisión de la labor directiva, o el problema del polizón, existente en empresas con un accionariado muy disperso (Grossman y Hart, 1980), lo que conllevará un incremento del valor de la empresa. Si bien esto es cierto, hay que decir que la existencia de grandes accionistas también conlleva el riesgo de

que éstos extraigan beneficios privados de control (Shleifer y Vishny, 1997; Johnson *et al.*, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Shleifer y Wolfenzon, 2002). Los comportamientos oportunistas ejercidos por los grandes accionistas, y que suponen una expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios, han recibido la denominación genérica de «*tunneling*» (Johnson *et al.*, 2000) e incluyen todas las actividades que permiten a los accionistas mayoritarios apropiarse de recursos o de beneficios de la empresa. Ejemplos de este tipo de actividades son la venta de activos, los contratos de suministro, los precios de transferencia por debajo de los precios de mercado, la expropiación de oportunidades de negocio de la empresa, o la fijación de salarios excesivos para los accionistas-gestores.

La evidencia empírica en España con relación al efecto de los grandes accionistas sobre el valor empresarial, al igual que la evidencia internacional, no es concluyente. Algunos autores sugieren una relación positiva entre la concentración accionarial y los resultados de la empresa (Galve y Salas, 1993 y 1995; Díaz y García, 2001) o la calidad de la información financiera (Azofra *et al.*, 2003). Por el contrario, otros estudios muestran una menor sensibilidad en el reemplazo de directivos ante los malos resultados empresariales para el caso de empresas con una mayor concentración de la propiedad (Gispert, 1998; Fernández, 2000), o la existencia de una relación negativa entre el valor de la empresa y la concentración accionarial para valores elevados de esta última variable (Mínguez y Martín, 2003; De Miguel *et al.*, 2004).

Por una parte, en el ámbito de los conflictos de interés entre accionistas y acree-

dores, la condición de la entidad financiera como accionista y prestamista reduciría los conflictos de infrainversión (el incentivo de los accionistas a no aceptar proyectos creadores de valor que beneficiarían principalmente a los acreedores) y de sustitución de activos (el incentivo de los accionistas a expropiar riqueza a los acreedores con decisiones que incrementen el riesgo de la empresa). Sin embargo, dado que el banco como prestamista financiero es adverso al riesgo también podría utilizar su control sobre la empresa en calidad de accionista para evitar inversiones con elevado riesgo.

Además, hay que considerar las ventajas informativas para el banco asociadas a su condición de accionista. Tal y como señala Diamond (1984), las entidades bancarias presentan economías de alcance en la gestión de la información ya que pueden supervisar sin costes adicionales cuando los costes de la información adquirida para la realización de su actividad principal son útiles también para su papel como accionista. Adicionalmente, la decisión de adquirir acciones por parte de la entidad bancaria puede constituir una señal al mercado sobre la calidad de la empresa, reduciendo así los problemas de selección adversa con otros posibles proveedores de deuda así como el coste de la deuda. El banco accionista estará también en mejores condiciones para evaluar las perspectivas reales de recuperación de la empresa en caso de crisis y, consecuentemente, decidir si seguir apoyándola financieramente (Hoshi *et al.*, 1990). Sin embargo, hay que considerar que los bancos pueden también apoyar a sus participadas aunque ésta no sea la decisión más eficiente redundando en los intereses privados de los directivos.

La evidencia empírica en relación con los efectos de la participación bancaria en las empresas no es concluyente. Para el caso de Alemania, Cable (1985) encuentra que la participación accionarial de las entidades financieras en empresas industriales incrementa la rentabilidad de estas últimas para una muestra de empresas en 1970. A similares conclusiones llegan Gorton y Schmidt (2000) utilizando una muestra de empresas en 1974, pero no cuando emplean una muestra del año 1985. Para el caso de Japón, Hoshi *et al.* (1991) encuentran que las empresas pertenecientes a grupos industriales contruidos en torno a un banco principal (*keiratsu*) tienen más facilidades para obtener fondos, por lo que sus decisiones de inversión dependen menos de su capacidad de generar fondos internamente. Igualmente, las empresas vinculadas a un banco principal se recuperan antes de los problemas financieros que hubieran experimentado (Hoshi *et al.*, 1990), pero Weinstein y Yafeh (1998) muestran que las empresas participadas por un banco principal experimentan menores niveles de crecimiento, lo que apoyaría la idea de que los bancos utilizarán su capacidad decisoria como accionista para evitar inversiones de alto riesgo. Morck *et al.* (1999) encuentran evidencia de una relación convexa (inicialmente negativa y luego positiva) entre la participación accionarial bancaria y el valor de la empresa.

Los resultados para el caso español tampoco son concluyentes. Zoido (1998) concluye que la participación bancaria conlleva unos menores costes de financiación de nuevos proyectos y que los bancos no presionan a los acreedores para que alarguen los plazos ni continúen financiando a sus participadas cuando éstas experimentan problemas de insolven-

cia. García-Marco y Ocaña (1999) encuentran que la participación accionarial bancaria influye positivamente en la calidad de las decisiones de inversión, mientras que Fortuna y Tejerina (2002) documentan que las empresas con una mayor participación de las entidades de crédito en el capital social presentarían un menor grado de expropiación a los accionistas minoritarios y consejos de administración cuyas características son más acordes con las recomendaciones de los códigos de buen gobierno. Sin embargo, trabajos como el Cuervo-Cazurra (1999) muestran una relación negativa entre el control bancario y los resultados de la empresa, debido a las limitaciones que las entidades bancarias imponen al riesgo de las inversiones empresariales, y por ende, a su rentabilidad; se observa además una relación positiva entre la participación accionarial de los bancos y el nivel de endeudamiento de las empresas, que apuntaría hacia la extracción de beneficios privados de control por parte de los bancos a través de incrementos en su actividad crediticia con las entidades participadas. En el mismo sentido apuntan los resultados de Gutiérrez *et al.* (2000) que muestran una relación positiva y significativa entre la participación de las entidades financieras en el capital de las empresas y el porcentaje de consejeros dominicales en representación de estas empresas. También encuentran que las empresas con mayor participación bancaria son las que están más endeudadas a medio y largo plazo. Casasola *et al.* (2001) encuentran un efecto negativo sobre la rentabilidad de la empresa cuando los dos máximos accionistas son entidades de crédito, pero no cuando hay una única entidad como gran accionista, especialmente si la participación es bastante grande.

#### 4. LAS PARTICIPACIONES INDUSTRIALES DE LA BANCA ESPAÑOLA: EVOLUCIÓN Y SITUACIÓN ACTUAL

Existen numerosos estudios sobre las relaciones banca-industria en España. Estos estudios apuntan a distintas fases o etapas en lo que se refiere a esta relación.

Ochoa (1993) distingue las siguientes etapas:

- a) Una primera fase que se extendería hasta 1975 aproximadamente

Durante esta etapa la banca estuvo muy comprometida con la actividad industrial en España. Así, de acuerdo con Muñoz (1969), en 1969, la banca estaba presente en los consejos de administración de sociedades que suponían el 75 por ciento del capital desembolsado. Así, Blanch *et al.* (1990) documentan que hasta 1975, el porcentaje que supusieron las acciones emitidas por empresas no financieras sobre la cartera de títulos de la banca fue creciente. La ausencia de una clase empresarial capaz de abordar los proyectos económicos y asumir los riesgos que exigía el despegue económico, la no existencia de un mercado de capitales desarrollado y el marco legal vigente explicarían esta situación.

Durante este periodo se promulgó la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca (1962) que perseguía la especialización de los bancos en bancos comerciales (especializados en la financiación de las familias y el crédito a corto plazo a la industria) y bancos industriales (especializados en la financiación a medio y largo plazo de la industria y la gestión de participaciones en las empresas). Como es sabido, esta Ley, en realidad, no logró la esperada es-

pecialización y numerosos bancos industriales acabaron desapareciendo durante la crisis bancaria de finales de los setenta y la primera mitad de los 80.

- b) Una segunda fase que se extendería desde 1975 hasta mediados de los ochenta

La caída de las cotizaciones con la crisis económica de los años setenta disminuyó el atractivo de la banca por las participaciones industriales, que junto la liberalización del marco regulador y el mayor atractivo de la renta fija y la deuda pública, llevó a que en los años de la crisis se produjese un cambio en la banca en relación a las inversiones. Durante estos años, la banca privada suscribió un porcentaje reducido de las emisiones de renta variable de las empresas no financieras y se produjo una política de desinversión de sus participaciones industriales (Cuervo, 1993). Ello llevaría a una disminución del peso en el activo de la banca de la financiación destinada a empresas no financieras y familias, desde el 64,1 por ciento en el año 1980 al 47,5 por ciento en el año 1988 (Pes, 1990). En este sentido, Blanch *et al.* (1990) documentan que el porcentaje que los títulos de renta variable emitidos por empresas no financieras en poder de la banca sobre el total de títulos emitidos mostró una tendencia decreciente desde 1978 hasta 1987.

- c) Tercera fase desde finales de los ochenta

La tendencia del periodo anterior cambia a partir de 1988. Las políticas privatizadoras con la creación de núcleos duros y la caída de los márgenes financieros y operativos en el sector bancario hizo que se advirtiese una cierta revitalización del interés

de algunas entidades por la inversión en empresas industriales, produciéndose un efecto de reordenamiento de las carteras y la creación de corporaciones, grupos industriales o holdings formados por la cartera de participaciones industriales estables (Fernández, 2003). Este fue el caso de Banesco, a finales de los ochenta, con la creación de la Corporación Industrial y Financiera o del BBVA. Los bancos aumentaron también sus participaciones en entidades de crédito, participaron en las privatizaciones entrando a formar parte de los núcleos duros de empresas privatizadas e intensificaron su expansión internacional (Sáez y Martín, 2000).

Sin embargo, la novedad en las relaciones banca-industria en España durante estos años se produjo con la entrada de las cajas de ahorros en el capital de las empresas industriales. La liberalización del sistema financiero español y la bancarización de las cajas, junto a la liberalización del sector servicios, la privatización de empresas públicas con la creación de núcleos duros y la caída de los márgenes financieros y ordinarios del sistema bancario estimularon la participación de las cajas en empresas no financieras durante los noventa (Cals, 1998). Esta política de participación accionarial en empresas no financieras se produjo entrando como accionista significativo de las grandes empresas cotizadas españolas y mediante la toma de participaciones en pequeñas y medianas empresas dentro de su ámbito de influencia regional. La adquisición de participaciones industriales ha supuesto para las cajas, así como para otras entidades, nuevas oportunidades de negocio y vías alternativas para la generación de ingresos en un contexto de elevada competencia.

#### d) Panorama actual

En el año 2006, el valor agregado de la cartera industrial del conjunto de entidades se situó en 116.000 millones de euros, cifra un 9% superior a la del año anterior, y que representa el 4,4% del activo total de bancos y cajas de ahorros, siendo la participación más alta en el caso de las cajas (5,7%) que en el de los bancos (3,5%). A finales del año 2007, las 45 cajas españolas con federadas en la CECA tenían en sus balances un total de 24.015 millones de euros en participaciones. De igual forma, en el año 2007 las cajas de ahorros españolas disponían de un total de 22.338.658 y 2.605.973 miles de euros en acciones de sociedades cotizadas y no cotizadas, respectivamente (cuadro n.º 1).

Centrándonos ya en datos más recientes, y comenzando por el análisis de las participaciones de las cajas de ahorros, en el periodo de tiempo 2004-2007 un total de 27 cajas españolas tienen participaciones industriales en empresas cotizadas, al igual que la sociedad Atalaya y la formada por las cajas andaluzas (Carisa), tal y como muestra el cuadro n.º 2. Como puede observarse, por término general las cajas de ahorros han disminuido su participación en el capital de las sociedades españolas cotizadas, aunque no en todos los casos se observa esta tendencia. En los últimos años (2004-2007) las cajas más activas en lo que se refiere a número de empresas en las que mantienen alguna participación en su capital son Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK) (7 empresas), Caixanova (6), La Caixa (6), Caja de Asturias (7), Caja de Galicia (6), Caja Madrid (6), Caja de Navarra (7) e Ibercaja (6).

Si excluimos el año 2007 (por la falta del informe de gobierno corporativo para

Cuadro n.º 1

**Participaciones de las cajas de ahorros en 2007**  
(miles euros)

	Media	Mediana	Total
Acciones en sociedades cotizadas	1.116.933	171.476	22.338.658
Acciones en sociedades no cotizadas	124.094	79.413	2.605.973
Participaciones en empresas asociadas	298.566	26.079	7.464.151
Participaciones en empresas multigrupo	108.371	17.360	1.625.569
Participaciones en empresas del grupo	391.741	531	3.917.406

Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual de las cajas que tenían disponible el informe de gobierno corporativo del año 2007 (25 cajas) en mayo de 2008.

Cuadro n.º 2

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas  
en el periodo 2004-2007**  
(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Atalaya	Enagas	5	5	5	n.d.
	Gpo. Empr. Ence	5,006	5,006	5,010	5,006
	Tavex Algodonera	5,567	(a)	-	-
	Uralita	5	5	6,600	n.d.
	Tubacex	3,068	3,069	5	5,003
Carisa	Papeles y Cartones	6	6	6,046	0,000
	Amper	-	5	6	(a)
	Campofrío	-	-	3	(a)
	Cie Automotive	-	-	5	n.d.
Bilbao Bizkaia Kutxa	Bodegas Bilbainas	5,920	5,920	5,920	n.d.
	CAF	24,818	16,626	10,817	10,817
	Cementos Lemona	6,490	6,490	n.d.	n.d.
	Iberdrola	7,502	7,502	9,966	n.d.
	Itinere	20,347	20,010	20,010	1,058
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	-	5,188
	Natraucetical	-	-	-	4,588
Caixanova	Adolfo Domínguez	5,557	5,050	5,050	n.d.
	Pescanova	5,020	5,020	5,020	n.d.
	Tavex Algodonera	5,024	5,024	0,024	3,208
	Unión Fenosa	4,004	4,004	5,022	n.d.
	Elecnor	-	-	6,630	6,33
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	-	5,006

.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas  
en el periodo 2004-2007**

(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona - La Caixa	Endesa	5,004	-	-	-
	Gas Natural	32,057	33,062	33,062	n.d.
	Repsol YPF	14,123	14,123	14,123	n.d.
	Telefónica	5,377	5,090	5,080	n.d.
	Abertis	-	23,276	24,397	n.d.
	La Seda de Barcelona	-	-	4,500	4,496
Caixa d'Estalvis de Catalunya	Gas Natural	3,026	3,026	3,026	n.d.
	Abertis	-	5,692	5,692	n.d.
	Riofisa	-	-	20,001	n.d.
Caixa d'Estalvis del Penedés	Miquel y Costas	13,950	13,950	13,950	13,950
Caja de Ahorros de Asturias	Aldeasa	6	n.d.	-	-
	Enagas	5	5	5	n.d.
	Gpo. Empr. Ence	5,772	5	5	5
	Obrascon	0,893	-	-	-
	Ebro Puleva	5	5	-	-
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	5	5
	Indra	-	-	5	5,004
Caja de Ahorros de Castilla La Mancha	Iberia	0,159	0,158	0,157	0
	Metrovacesa	1,16	0,848	0,627	n.d.
	Amper	-	-	-	3,458
	Parquesol	-	-	9,371	4,000
Caja de Ahorros de Galicia	Gpo. Empr. Ence	30,693	10,042	(a)	-
	Pescanova	10	16,060	16,910	n.d.
	Sacyr Vallehermoso	2,840	2,754	5	5
	Unión Fenosa	5,369	9,993	8,045	n.d.
	Ebro Puleva	3,635	3,440	-	-
	Tecnocom	-	-	14,375	14,734
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria, Caja Duero	Iberdrola	0,59	1,001	-	-
	Uralita	5,243	5,243	5,243	n.d.
	Ebro Puleva	5,001	5,010	6,010	6,01
Caja de Ahorros de Sevilla y Jerez	Unipapel	-	5,065	5,065	5,065
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante - Bancaja	Enagas	5	5	5	n.d.
	Metrovacesa	6,07	6,013	(a)	-
	NH hoteles	6,124	6,124	5,562	5,659
Caja de Ahorros de Vitoria y Álava	CAF	5,017	3,010	3,010	3,021
	Itiniere	-	1,385	1,385	-
Caja de Ahorros del Mediterráneo	Enagas	5,027	5,027	5,027	n.d.
	Sol Meliá	5,060	5,060	5,006	6,007
	Unión Fenosa	4,04	4,040	5,15	n.d.
	Metrovacesa	6,013	6,013	2,439	n.d.

.../...



Cuadro n.º 2 (continuación)

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas  
en el periodo 2004-2007**  
(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	Campoñío	2,893	2,932	7,528	7,842
	Iberdrola	0,362	0,362	-	-
	Tavex Algodonera	5,649	5,649	(a)	-
	Parquesol	-	-	4,685	5,035
Caja de Ahorros y Monte Piedad de Ávila	Iberdrola	0,119	0,119	-	-
Caja de Ahorros y Monte Piedad de Córdoba - CajaSur	Sos Cuétara	5,799	5,764	5,764	5,774
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipúzkoa y San Sebastián	CAF	20,710	10,990	10,990	0,002
	Intiniere	10,992	10,992	10,992	1,058
	Zeltia	3,014	2,861	2,861	2,777
	NH hoteles	-	-	5,021	5,094
	Natra	-	-	5,100	5,100
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Huelva y Sevilla	Iberia	0,106	0,105	0,115	-
	Sos Cuétara	5,206	5,031	5,031	5,031
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares	Fersa	12,167	11,020	11,020	9,784
	Ayco	-	41,704	41,700	n.d.
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	Endesa	5,01	9	9,936	(a)
	Iberia	9,738	9,679	9,629	22,993
	Indra	10,026	14,978	14,982	14,830
	NH hoteles	5	5	10,037	10,037
	Sogecable	5,025	2,192	-	-
	Sotogrande	17,267	17,267	17,267	n.d.
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	Azkoyen	11,176	(a)	-	-
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	-	5
	Baron de Ley	7,973	7,973	8,393	8,620
	Elecnor	-	5,289	-	-
	Mecalux	-	-	5,004	n.d.
	Tubacex	-	-	5	5
	Uralita	-	-	5	n.d.
Caja de Ahorros y Monte Piedad de Segovia	Iberdrola	0,134	0,173	-	-
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja - IberCaja	Iberia	0,347	0,343	0,341	0,342
	Inbesos	19,975	15,656	-	-
	Prosegur	0,106	-	-	-
	Logista	-	5,010	5,052	5,103
	NH hoteles	-	5	4,543	5,041
	Parquesol	-	-	7,370	n.d.
Cajas de Ahorros y Monte de Piedad de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera - Unicaja	Iberia	0,108	0,106	0,107	0,104
	Sos Cuétara	10	10	10	10

.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas  
en el periodo 2004-2007**  
(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Caja de Ahorros y Monte de Piedad del Círculo Católico y Obrero de Burgos	Itinere	0,849	-	-	-
	Iberdrola	0,130	0,152	-	-
Caja España	Iberdrola	0,665	0,665	-	-
	Lingotes Especiales	10,047	10,255	10,452	10,458
	Ebro Puleva	5,527	5,037	5,037	5,037
Caja General de Ahorros de Granada	Sos Cuétara	5,950	6,502	5,915	5,915
	Lab. Farmacéuticos	-	-	-	3,75

n.d.: Información no disponible por falta del informe de gobierno corporativo en la CNMV.

(a) Se ha descendido el 5 por ciento del capital social.

Fuente: Informes anuales de las cajas de ahorros e informes de gobierno corporativo de empresas cotizadas (2004-2007). Para datos del 2007 se han tenido en cuenta sólo aquellas entidades que a mayo de 2008 habían publicado su informe de gobierno corporativo.

algunas de las empresas) del 2004 al 2006 Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK) disminuye su participación en CAF e Itinere, mantiene su posición en Bodegas Bilbaínas y aumenta su participación en Iberdrola. La Caixa disminuye su participación en Endesa y Telefónica, mantiene su posición en Repsol, pero, por el contrario, aumenta su participación en Gas Natural, Abertis y La Seda de Barcelona. Por su parte, Caixanova disminuye su participación en Adolfo Domínguez y Tavex Algodonera, mantiene su posición en Pescanova, y en los últimos años aumenta su participación en empresas como Unión Fenosa o Elecnor. La otra caja gallega, Caja Galicia, disminuye su participación en el Grupo Empresarial Ence, Sacyr Vallehermoso y Ebro Puleva, pero aumenta su participación en Pescanova, Unión Fenosa y Tecnocom. La Caja de Ahorros de Asturias a lo largo

de los años 2004 a 2006 ha disminuido su participación en varias empresas (Grupo Empresarial Ence, Ebro Puleva etc.), mantiene su posición en Enagas, aumentando sólo en el año 2006 su participación en la sociedad General A. de Maquinaria. Por el contrario, Caja Madrid mantiene su posición en Sotogrande, desinvierte en Sogecable, pero aumenta su participación en Endesa, Iberia, Indra y NH hoteles. En este mismo sentido, Caja Navarra disminuye su participación en Elecnor o Azkoymen, pero aumenta su participación en Barón de Ley y a partir del año 2006 participa en Mecalux, Tubacex o Uralita. Finalmente, Ibercaja desinvierte en Inbesos y Prosegur, pero por el contrario aumenta su participación en Logista, NH hoteles o Parquesol.

Si en vez de fijarnos en el número de empresas participadas nos centramos en

el porcentaje de participación, en el periodo analizado (2004-2006), las mayores participaciones en el capital tienen lugar en el caso de Bilbao Bizkaia Kutxa en Itinere (20%), de La Caixa en Gas Natural (33%) y Abertis (24%), de la Caixa de Cataluña en Rofisa (20%), de la Caja de Galicia en el Grupo Empresarial Ence (30%)<sup>1</sup>, Pescanova (16%) y TecnoCom (15%), de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares en Ayco (42%), o de Caja Madrid en Indra (15%).

En general, se observa que las cajas de ahorros son accionistas relativamente estables que poseen participaciones de carácter minoritario en la mayoría de los casos. Los niveles más altos de participación en empresas oscilan entre un 20-42%.

Respecto del análisis de las participaciones de la banca, vamos a describir las participaciones industriales de los bancos cotizados, analizando las sociedades participadas declaradas a la CNMV, dentro del capítulo sociedades participadas, así como las sociedades cotizadas en las que los bancos son los mayores accionistas y/o accionistas significativos. El análisis de todo ello nos permitirá tener una visión actual de las relaciones banca-industria.

Así, el análisis de las sociedades participadas declaradas a la CNMV por los bancos cotizados (cuadro n.º 3) pone de manifiesto que de las 13 entidades bancarias cotizadas (de las cuáles 5 pertenecen al Grupo Banco Popular), tan sólo cuatro entidades bancarias tienen participaciones declaradas en empresas, en concreto, BBVA, Banco de Sabadell, Banco Guipuzcoano y Banco de Santander. De ellos, el banco

que posee mayor número de empresas participadas en la actualidad es el BBVA (posee participaciones en 6 empresas —ACS, Bolsas y Mercados, Gamesa, Sol Meliá, Telefónica y Tubos Reunidos), seguido del Banco de Sabadell (en Compañía de Aguas de Sabadell, Fersa Energías Renovables y Fluidra), el Banco de Santander (con participaciones además de en Banesto, en Bolsas y Mercados y la Compañía Española de Petróleos) y el Banco Guipuzcoano (en Iberpapel). Si bien es cierto que esta información no pone de manifiesto el importe participado sino el porcentaje de votos controlado en cada empresa, el accionista más diversificado es el BBVA, atendiendo al número de empresas participadas, aunque la mayor participación en una empresa no financiera, la ostenta el Banco de Santander, con un 30,67% de la Compañía Española de Petróleos.

Para tener una idea más precisa de la importancia de la banca como accionista hemos revisado también qué bancos son los mayores accionistas de las empresas no financieras cotizadas (cuadro n.º 4). Así, se observa que la presencia de la banca como gran accionista controlador de empresas no financieras no es muy elevada, habiendo descendido significativamente del año 2005 al 2006. Tan sólo seis grandes bancos son los mayores accionistas de empresas cotizadas. En concreto, la Banca March (de la Corporación Financiera Alba), Banco Guipuzcoano, BBVA, Santander, Pastor y Banesto. De estas seis entidades, exceptuando la participación de la Banca March en su corporación, tres de ellas (Banco de Santander, Banco Pastor y Banesto) han efectuado desinversiones importantes en el año 2006, manteniéndose sólo dos bancos como grandes accionistas de empresas no financieras cotizadas

<sup>1</sup> No obstante, la participación de Caja Galicia en el Grupo Empresarial Ence ha disminuido de modo paulatino a lo largo del tiempo.

Cuadro n.º 3

**Sociedades participadas por los bancos cotizados**

Banco	Sociedad participada	% de derechos de voto totales
BBVA	ACS, Activ. de constr. y serv.	4,088
	Bolsas y Mercados Españoles,	6,619
	Sdad. Holding de Mdos y Stmas	4,75
	Gamesa Corporación Tecnológica S.A	0
	Técnicas Reunidas	9,735
	Sol Meliá	6,961
	Telefónica	23,403
	Tubos Reunidos	
Banco de Andalucía	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Castilla	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Crédito Balear	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Galicia	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Sabadell	Compañía de aguas de Sabadell	5,671
	Fersa Energías Renovables	3,797
	Fluidra	9,67
Banco de Valencia	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Vasconia	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco Español de Crédito	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco Guipuzcoano	Iberpapel Gestión	5,09
Banco Pastor	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco Popular	Banco de Andalucía	80,071
	Banco de Castilla	95,156
	Banco de Crédito Balear	64,471
	Banco de Galicia	93,54
	Banco de Vasconia	96,817
Banco de Santander	Banesto	88,447
	Bolsas y Mercados Españoles,	
	Sdad. Holding de Mdos. y Stmas	8,42
	Compañía Española de Petróleos	30,678

Fuente: CNMV, en entidades registradas, dentro del capítulo de sociedades participadas a mayo 2008.

Cuadro n.º 4

**Participaciones de bancos y cajas como mayores accionistas de sociedades cotizadas**  
(en %)

	Empresa participada	2005	2006
<b>Bancos</b>			
Banca March	Corp. Financ. Alba	62,183	61,35
Banco Guipuzcoano	Iberpapel Gestión	5,09	5,23
BBVA	Telefónica	5,09	6,437
	Tubos Reunidos	24,256	24,256
Banco Santander	Unión Fenosa	22,022	–
Banco Pastor	Hullas del Coto Cortés	57,89	–
Banesto	Urbis	50	–
<b>Cajas de Ahorros</b>			
Sa Nostra de Baleares	Ayco Gpo. Inmb.	42	42
Caixa	Gas Natural	33	33
	Repsol YPF	14,12	–
Caja Madrid	Indra Sistemas	14,985	14,985
	Endesa	9	–
Caja Navarra (Grupo empresarial)	Tubacex	5	5
Caja Galicia	Tecnocom	–	14,375
	Gpo. Empr. Ence	10,04	–
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	Tavex Algodonera	5,649	5,649
BBK	Iberdrola	7,5	9,96

Fuente: Informe de gobierno corporativo empresas cotizadas (2006-2007). Sólo destacadas las participaciones de bancos y cajas nacionales.

(Banco Guipuzcoano y BBVA), destacando en número de participadas el BBVA, que ha aumentado en 2006 ligeramente su participación en Telefónica, y mantenido su participación en Tubos Reunidos. El Banco Guipuzcoano también ha aumentado ligeramente su participación en Iberpapel.

Por su parte, sólo siete cajas de ahorros son las mayores accionistas de empresas no financieras cotizadas, siendo la participación relativamente reducida, tal y como ya habíamos comentado, a excepción de la participación de Sa Nostra en Ayco (42%) o de La Caixa en Sociedad General

de Aguas o en Gas Natural. En tres ocasiones ha habido desinversiones del año 2005 al 2006 (Caja Madrid en Endesa, Caja Galicia en Ence y La Caixa en Repsol). En otras ocasiones se mantiene la participación como primer accionista (Sa Nostra en Ayco, La Caixa en Gas Natural, Caja Madrid en Indra Sistemas, Caja Galicia en Tubacex y Caja de Ahorros de Burgos en Tavex Algodonera). Por el contrario, reafirman su posición de gran accionista, Caja Galicia en Tecnocom y BBK en Iberdrola (cuadro n.º 4).

Destacar además, el papel inversor que poseen las corporaciones de los bancos y de las cajas de ahorros. Dentro de las corporaciones de los bancos (cuadro n.º 5) destacan la Corporación Financiera Alba (perteneciente a la Banca March, que a su vez son los mayores accionistas de Acerinox y ACS) y la Corporación IBV participada por el BBVA. Las cajas de ahorros también poseen sus corporaciones o grupos empresariales, como el Grupo Corporativo Empresarial de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra, La Corporación Financiera de la Caja Galicia, Atalaya (sociedad formada por Caja Badajoz, Caja de Castilla La

Mancha, la Caja General de Granada, Cajasol y Caja Murcia), Carisa (holding formado por las cajas andaluzas), la constitución de Almenara Capital (Unicaja, Caja de Canarias, CAI, Caja de Ávila y Caixa Sabadell), la Corporación de La Caixa, la sociedad Madrugal formada por las cajas castellano-leonesas o la Corporación Financiera de Caja Madrid. Las cajas de ahorros poseen en la actualidad más corporaciones que los bancos para gestionar sus inversiones.

Sin embargo, si tan sólo analizásemos la presencia de la banca como accionista de referencia en las empresas no financieras, quizás no estaríamos teniendo en cuenta toda la dimensión que nos permita analizar la presencia actual de los bancos en las empresas españolas. Por ello, al igual que antes se hizo para el caso de las cajas de ahorro, hemos revisado la presencia de los bancos españoles en el capital de las sociedades no financieras cotizadas, desde 2003 hasta el 2006 (cuadro n.º 6). En este caso son ocho los bancos que participan en el capital de empresas no financieras como accionistas significativos. De nuevo, desde esta óptica es el BBVA el más activo. Ha poseído participaciones en su carte-

Cuadro n.º 5

**Corporaciones propiedad de bancos que son mayores accionistas de empresas cotizadas**

Corporación	Propiedad de	Empresa participada	2005 (%)	2006 (%)
Corporación Financiera Alba	Banca March	Acerinox	11,11	20,8
		ACS	15,55	21,14
Corporación IBV	BBVA	Gamesa	25,78	–

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

ra histórica en Repsol YPF, Telefónica, Tubos Reunidos, Vidrala, Cementos Lemona, Iberdrola e Iberia. La evolución de la cartera del BBVA indica que la entidad ha pasado de tener seis participadas en 2003, 2004 y 2005 a tener 4 en 2006, efectuando desinversiones en Repsol YPF y Vidrala. El porcentaje participado se ha reducido ligeramente en Iberia, se ha mantenido en Tubos Reunidos y se ha aumentado en Iberdrola y

Telefónica. El Banco Pastor mantiene su participación en Unión Fenosa si bien se ha reducido desde un 3,81% en 2003 hasta un 3,76% en 2006. El Banco de Santander ha desinvertido su participación en Unión Fenosa y Antena 3, manteniendo tan sólo la participación en Cepsa que ha disminuido desde un 32,27% en 2003 hasta un 31,65% en 2006. Banesto se ha desprendido en 2006 de su participación en Urbis.

Cuadro n.º 6

**Participaciones significativas de bancos en el periodo 2003-2007**

(en %)

Banco	Empresa participada	2003	2004	2005	2006	2007
BBVA	Repsol YPF	8,17	5,17	5,380	-	-
	Telefónica	6,09	5,731	6,632	6,437	n.d.
	Tubos Reunidos	24,256	24,256	24,256	24,256	24,256
	Vidrala	17,474	-	-	-	-
	Cementos Lemona	n.d.	7	6,54	-	-
	Iberdrola	5,31	8,62	5,42	7,49	n.d.
	Iberia	7,502	7,38	7,34	7,33	(a)
Banco Pastor	Unión Eléctrica FENOSA	3,81	3,817	3,784	3,763	n.d.
	Hullas del Coto Cortés	63,05	63,05	57,87	-	-
Banco de Santander	Unión Eléctrica FENOSA	23,37	22,02	-	-	-
	Cepsa	32,27	32,27	32,27	31,65	31,648
	Antena 3	10	10	10,01	-	-
Banco de Santander (a través de Banesto)	Inmobiliaria Urbis	n.d.	50,58	50,996	-	-
	Banesto	n.d.	5,31	-	-	-
Banca March (A través de la Corp. Financiera Alba)	Prosegur	5,23	5,23	5,233	5,007	10,006
Deutsche Bank SA	Rusticas	19,725	19,725	19,725	-	-
Bankinter	Ence	6,5	6,5	5,02	-	-
Banco Guipuzcoano	Iberpapel	5,086	5,09	5,09	5,23	n.d.
	Obrascón	n.d.	1,15	-	-	-
Banco de Valencia	Aguas de Valencia	19,11	-	19,11	19,11	n.d.

n.d. Información no disponible por falta del informe de gobierno corporativo en la CNMV.

(a) Se ha descendido el 3 por ciento del capital social.

Fuente: Informe de gobierno corporativo empresas cotizadas (2004-2007). Sólo destacadas las participaciones de bancos y cajas nacionales.

La Banca March, a través de su corporación, mantiene su participación en Prosegur, si bien desinverció ligeramente desde un 5,23 en 2003 hasta un 5,00 en 2006, volviendo a invertir en 2007. Otros bancos, como Deutsche Bank o Bankinter se han desprendido de sus participaciones. Banco Guipuzcoano ha aumentado ligeramente su participación en Iberpapel (hasta situarse en 2006 en 5,23%) mientras que el Banco de Valencia mantiene su participación en Aguas de Valencia. Estos resultados indican la tendencia desinversora de los bancos como accionistas significativos durante el año 2006.

## 5. CONCLUSIONES

Este trabajo, tras justificar el contexto en el que opera la banca española y analizar los principales beneficios y costes de la misma como accionista, describe brevemente la evolución de las participaciones industriales de la banca española.

Respecto del análisis de la situación actual, los datos han puesto de manifiesto que bancos y cajas de ahorros siguen teniendo una presencia activa en el mercado de capitales, que les convierte en accionistas significativos de las empresas no financieras de nuestro país y les confiere un papel activo en la supervisión de la actuación directiva y como accionistas de referencia de cara a facilitar/impedir que prosperen operaciones a través del mercado corporativo. Salvo algunas desinversiones recientes, las cajas de ahorros poseen actualmente una cartera de inversiones más diversificada que la de los bancos, estando presentes en mayor número de empresas industriales, como accionistas significativos y relativamente estables de sus empresas

participadas. Ahora bien, también efectúan pequeñas ventas y compras para ir ajustando su inversión según sus necesidades.

En relación a las cajas de ahorros, es necesario señalar también una doble tendencia en los últimos tiempos. Por un lado, la venta de participaciones industriales, la emisión de cuotas participativas o la salida a bolsa de sus holdings industriales son algunas de las opciones estratégicas que las cajas de ahorros han estado barajando para obtener liquidez y poder seguir manteniendo sus tasas de crecimiento. Así, el holding Critería de La Caixa salió a bolsa en octubre de 2007 y varias cajas han anunciado sus intenciones de secundar esta opción (Bancaja, Caja Navarra o Caja Madrid). Sacar a bolsa las empresas participadas es una vía de capitalización de las cajas que, además, cumplen de este modo los parámetros de Basilea II, la norma europea que pretende ajustar los requisitos mínimos de recursos propios de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión a sus verdaderas necesidades y riesgos. Por su parte, el interés por la opción de la emisión de cuotas participativas fue manifestado en algún momento por Caja de Ahorros del Mediterráneo —CAM—, Caja Madrid, Caixa Galicia, Caja Murcia o Caixanova, pero ha sido la CAM la que en mayo de 2008 aprobó su emisión por un 7,5% del excedente de libre disposición. Estos activos, títulos de renta variable carecen de derechos políticos y cotizarán en bolsa.

Una segunda tendencia ha sido el hecho de que las cajas de menor tamaño se hayan unido para ganar peso industrial creando un vehículo de inversión común que gestionará la compra de participaciones industriales en empresas españolas y extranjeras. Este es el caso de Almenara Capital, de la sociedad Atalaya, de las cajas caste-



llano-leonesas que han dado lugar a la sociedad Madrigal o de las cajas andaluzas que han formado el holding Carisa.

Por tanto, las cajas son hoy en día accionistas de referencia relativamente estables de todo tipo de empresas, no sólo las vinculadas a su comunidad local sino también de sociedades cotizadas.

En lo que se refiere al comportamiento de los bancos, éste parece ser menos diversificado que el de las cajas de ahorros, poseyendo un menor número de empresas en su cartera de participaciones, a excepción del BBVA que sí posee una cartera más diversificada. El análisis realizado muestra el papel que poseen en la economía como accionis-

tas significativos y estables de las empresas españolas, lo que les proporciona tanto incentivos para ejercer correctamente su labor supervisora como ventajas de información para realizar su actividad principal. No obstante, en los últimos años los bancos han efectuado importantes desinversiones en su cartera industrial que pueden estar justificadas por la necesidad de obtener mejores resultados y compensar así la caída de los márgenes bancarios.

Por otra parte, en tiempos de «crisis» económica, los bancos como accionistas estarán en mejores condiciones para evaluar las perspectivas de recuperación de las empresas así como para evitar invertir en proyectos de alto riesgo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADMATI, A.; PFLIEDERER, P. Y ZECHNER, J. (1994): «Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium». *Journal of Political Economy*, 102: 1097-1130.
- ALCALDE, N. Y ESPITIA, M. (2001): «El mercado para el control de sociedades en España. Características y evolución durante el período 1990-1998». *Boletín Económico del ICE*, 2682: 9-22.
- ALLEN, F. (1993): «Strategic management and financial markets». *Strategic Management Journal*, 14: 11-22.
- (1994): «Mercado de Valores y asignación de recursos» en MAYER, C. Y VIVES, X. (eds.): *La intermediación financiera en la construcción de Europa*, Fundación BBV y CEPR.
- ALLEN, F. Y GALE, D. (1999): «Diversity of opinion and the financing of new technologies». *Journal of Financial Intermediation*, 8: 68-89.
- (2000): «Corporate governance and product market competition» en VIVES, X. (ed.): *Corporate governance: theoretical and empirical perspectives*. Cambridge University Press, Cambridge.
- ARRONDO, R. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2003): «A study of Spanish firms' security issue decision under asymmetric information and agency costs». *Applied Financial Economics*, 13 (10): 771-782.
- AZOFRA, V.; CASTRILLO, L. Y DELGADO, M. (2003): «Ownership concentration, debt financing and the investment opportunity set as determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 115: 215-255.
- BECK, T. Y LEVINE, R. (2002): «Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?» *Journal of Financial Economics*, 64: 147-180.
- BERGÉS, A. Y SÁNCHEZ DEL VILLAR, E. (1991): «Las participaciones bursátiles de la banca en España». *Papeles de Economía Española*, 34: 72-86.
- BLANCH, J.; GARRIDO, A. Y SANROMÁ, E. (1990): «Las relaciones banca-industria y su incidencia sobre la eficiencia bancaria». *Economía Industrial*, marzo-abril: 85-94.
- BOLTON, P. Y VON THADDEN, E. (1998): «Blocks, liquidity and corporate control». *The Journal of Finance*, 53 (1): 1-25.
- CABLE, J.R. (1985): «Capital market information and industrial performance. The role of West German banks». *Economic Journal*, 95: 118-132.
- CALS, J. (1998): «Las participaciones empresariales de las cajas de ahorro españolas». *Papeles de Economía Española*, n.º 74-75: 89-108.
- CARLIN, W. Y MAYER, C. (2003): «Finance, investment, and growth». *Journal of Financial Economics*, 69: 191-226.
- CASASOLA, M.J.; SAMARTIN, M. Y TRIBÓ, J. (2001): «La participación bancaria en estructuras con varios grandes accionistas». *Economía Industrial*, 341: 43-53.
- 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.
- CORBETT, J. (1987): «International perspectives on financing: evidence from Japan». *Oxford Review of Economics Policy*, 3 (4): 30-55.
- CRESPI, R. Y GARCÍA-CESTONA, M.A. (1998): «Ownership and control: A Spanish survey», EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK REPORT (eds.): *The Separation of ownership and control: A Survey of seven European countries*.
- CUERVO, A. (1991): «Las corporaciones industriales y financieras». *Revista de Economía*, 9: 24-32.
- 1993: «Participación industrial en la Banca», en Universidad de Deusto, *Nuevos Enfoques de Gestión Bancaria CAP: V*
- 1999: «El Mercado de control de empresas. El blindaje de los directivos y del núcleo duro» en *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- 2002: «Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control». *Corporate Governance*, 10 (2): 84-93.
- CUERVO-CARRUZA, A. (1999): «Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de los bancos como accionistas de empresas no financieras». *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 5 (1): 21-44.
- DE ANDRÉS, P.; AZOFRA, V. Y RODRÍGUEZ, J.A. (2000): «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español». *Investigaciones Económicas*, 24 (3): 641-679.
- DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. Y TORRE, C. (2004): «Ownership structure and firm value: new evidence

- from Spain». *Strategic Management Journal*, 25 (12): 1199-1207.
- DIAMOND, D. (1984): «Financial intermediation and delegated monitoring». *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.
- DÍAZ, B. Y GARCÍA, M. (2001): «Análisis de la estructura accionarial en España a través de la utilización de diferentes medidas de performance». *Actualidad Financiera*, abril: 15-34.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, S. Y LEVINE, R. (2001): «Financial structures across countries: stylized facts». World Bank policy research working paper 2146.
- EGUIDAZU, S. (1996): «El conflicto entre Propiedad y Gestión en la Gran Empresa Española», en *Gobierno de la Empresa*, AB Asesores, 11-33
- FACCIO, M. Y LANG, L.H. (2002): «The ultimate ownership of Western European corporations». *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- FANJUL, O. (1998): «Mercado de capitales y gobierno de las empresas». *Moneda y Crédito*, 206: 193-210.
- FERNÁNDEZ, C. (2000): *El control de las actuaciones gerenciales por el consejo de administración*. Tesis Doctoral. Universidad de Oviedo.
- FERNÁNDEZ, Z. (2003): «Banca y empresa industrial en España. 1978-2003. Historia de una larga relación». *Economía Industrial*, 349-350: 193-202.
- FERNÁNDEZ ARMESTO, J. (1997): «Las OPAs y el mercado de control empresarial: Un balance de diez años de experiencia». *Revista de Derecho Mercantil*, 227: 37-50.
- FERNÁNDEZ, A. I. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (1997): «La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español». *Investigaciones Económicas*, 21 (1): 129-138.
- FORTUNA, J.M. Y TEJERINA, F. (2002): «La participación de entidades de crédito en el gobierno de las empresas no financieras». *Análisis Financiero*, 88: 38-48.
- GALVE, C. Y SALAS, V. (1993): «Estructura de la propiedad de la empresa española». *Información Comercial Española*, 701: 79-90.
- 1995: «Propiedad y eficiencia de las empresas: teoría y evidencias empíricas». *Información Comercial Española*, 770: 119-129.
- GARCÍA-MARCO, T. Y OCAÑA, C. (1999): «The effect of bank monitoring on the investment behaviour of Spanish firms». *Journal of Banking and Finance*, 23: 1579-1603.
- GERCHENKRON, A. (1962): «Economic backwardness in historical perspectives». *Harvard University Press*. Cambridge.
- GISPERT, C. (1998): «Board turnover and firm performance in Spanish companies». *Investigaciones Económicas*, 22 (3): 517-536.
- GONZALEZ, V.M. (1997): «La valoración por el Mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones». *Investigaciones Económicas*, 21 (1): 11-128.
- GONZALEZ, F. (2001): «El contenido informativo de las participaciones de la banca». *Economía Industrial*, 341: 25-33.
- GORTON, G. Y SCHMID, F. (2000): «Universal banking and performance of German firms». *Journal of Financial Economics*, 58: 29-80.
- GROSSMAN, S. Y HART, O. (1980): «Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation». *Bell Journal of Economics*, 11: 42-64.
- GUTIÉRREZ, M. (2000): «Efectos del endeudamiento sobre los resultados de las empresas en sectores en crisis». *Investigaciones Económicas*, 24: 75-116.
- GUTIERREZ, I.; LLORENS, F.J. Y ARAGÓN, A. (2000): «Composición del consejo de administración, propiedad y endeudamiento. Relaciones de agencia entre banca e industria en España». *Revista Española de financiación y Contabilidad*, 104, 415-441.
- HELLWIG, M. (1991): «Banking, financial intermediation and corporate finance» en GIOVANNIN, A. Y MAYER C. (eds.): *European Financial Integration*. Cambridge Univ. Press, Cambridge, 35-63.
- 1998: «Creating value». *International Review of Economics and Finance*, 7: 141-147.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. Y SCHARFSTEIN, D. (1990): «The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan and US». *Journal of Financial Economics*, 27: 67-88.
- 1991: «Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups». *Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), 33-60.
- HUANG, H. Y XU, C. (1999): «Institutions, innovations, and growth». *American Economic Review*, 89: 438-443.
- JENSEN, M. Y MECKLING, W. (1976): «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y SHEILFER, A. (2000): «Tunneling». *American Economic Review*, 90: 22-27.

- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1997): «Legal determinants of external finance». *The Journal of Finance*, 52 (3): 1131-1150.
- 1999: «Corporate ownership around the World». *The Journal of Finance*, LIV (2): 471-517.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. SHLEIFER, A Y VINSKY, R. (1998): «Law and Finance». *Journal of Political Economics*, 106: 1113-1150.
- LEECH, D. Y MANJÓN, M. (2003): «Corporate Governance and Game Theoretic Analyses of Shareholder Power: the Case of Spain». *Applied Economics*, 35 (7): 847-858.
- LEVINE, R. (2000): «Bank based or market based financial systems: Which is better?». Carlson School of Management, mimeo.
- MARTIN, M.; CARBÓ, S. Y SAEZ, F.J. (1995): «Las participaciones accionariales de las entidades de depósito españolas, 1962-1992». Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- MCCONNELL, J. Y SERVAES, H. (1990): «Additional evidence on equity ownership and corporate value». *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612.
- MENÉNDEZ, E. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2002): «Corporate Control and Capital Structure Choice in a French-Civil Law Country». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 115: 256-289.
- MÍNGUEZ, A. Y MARTÍN, J.F. (2003): «Does Ownership Structure Affect Value? New Evidence From The Spanish Capital Market». Documentos de Trabajo en Análisis Económico, vol. 2, 6.
- MORCK, R; NAKAMURA, M. Y SHIVDASANI, A. (1999): «Bank equity ownership and firm valuation in Japan». Working paper, Universidad de Carolina del Norte.
- MUÑOZ, J. (1969): *El poder de la banca en España*. Zero, Algorta.
- NESTOR, S. Y THOMPSON, J.K. (2000): «Corporate Governance Patterns in OECD Economies: In Convergence Under Way?». Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, OECD.
- OCHOA, J.L. (1993): «Una revisión de la relación entre la banca y la industria en España». *Economía Industrial*, septiembre-octubre, 89-102.
- PES, A. (1990): «Banca privada y empresa no financieras durante los años 80». *Economía Industrial*, 172: 75-84.
- RAJAN, R. (1992): «Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt». *The Journal of Finance*, 47: 1367-1400.
- RAJAN, R. Y ZINGALES, L. (1999): «The politics of financial development». Unpublished working paper. University of Chicago, Chicago.
- RODRÍGUEZ, J. A. (1997): «Capital, control y resultados en la gran empresa». Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico, Universidad de Valladolid.
- SAA-REQUEJO, J. (1996): «Financing decisions: lessons from the Spanish experience». *Financial Management*, 25: 44-56.
- SACRISTÁN, M. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2007): «Family ownership and pyramids in the Spanish market». *Family Business Review*, 20(3): 247-265.
- SAEZ, F.; MARTIN, M. Y CARBÓ, S. (1994): «Ciclo económico, dimensión y cartera de renta variable de las entidades de depósito en España: algunas consideraciones». *Perspectivas del sistema financiero*, 48: 228-235.
- SAEZ, F.J. Y MARTIN, M. (2000): «Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 223-236.
- SALAS, V. (1998): «Mercado de capitales y gobierno de las empresas». *Moneda y Crédito*, 206: 210-224.
- SANTANA, D.J Y AGUIAR, I. (2004): «Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas». Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Monografías 5; Marzo.
- SHLEIFER, A. Y VINSKY, R. (1986): «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- 1997: «A survey of corporate governance». *The Journal of Finance*, 52: 737-783.
- SHLEIFER, A. Y WOLFENZON, D. (2002): «Investor protection and equity markets». *Journal of Financial Economics*, 66 (1): 3-28.
- STULZ, R. (2001): «Does financial structure matter for economic growth? en DEMIRGÜC-KUNT, ASLI Y ROSS LEVINE (eds.): *Financial structure and economic growth*. Massachusetts Institute of Technology, 189-242.
- TORRERO, A. (1989): *Estudios sobre el sistema financiero*. Espasa Calpe. Madrid.
- 1990: «Relaciones banca-industria: planteamiento general y situación comparada» en VELARDE, J. (eds.): *La industria española. Recuperación, estructura y mercado de trabajo*. Colección Economistas Libros.
- 1991: «El sistema bancario español en el contexto internacional». *Economistas*, 9 (51): 88-90.

- TORTELLA, G. (1972): «Spain 1829-1874» en CAMERON, R. (eds.): *Banking and economic development: some lessons from history*. Oxford University Press, Londres, 91-121.
- (1974): *La banca española en la restauración*. Volumen 2, Banco de España, Madrid.
- TRANSPARENCY INTERNATIONAL (2004): *Global corruption report*. The University of Michigan report.
- VALDALISO, J.M. (2004): «Grupos empresariales y relaciones banca-industria en España durante el franquismo: una aproximación microeconómica». *Información Comercial Española*, 812: 163-178.
- WESTNEY, D. Y YAFEH, Y. (1998): «On the cost of a bank-system: evidence from the changing main bank relations in Japan». *The Journal of Finance*, 52 (2): 635-672.
- ZOIDO, E. (1998): «Un estudio de las participaciones de los bancos en las empresas españolas». *Investigaciones Económicas*, XXII (3): 427-467.

# *Supervivencia y diversificación de los grupos familiares y no familiares encabezados por una empresa española cotizada en el período 1990-2005*

El presente trabajo analiza la evolución y supervivencia de un colectivo de empresas familiares y no familiares que cotizaban en la Bolsa en 1990 durante el período 1990-2005; posteriormente se estudia el grado de diversificación de los grupos piramidales familiares y no familiares de sociedades presentes en las empresas cotizadas supervivientes, donde el grupo queda delimitado por el conjunto de empresas bajo control efectivo del accionista principal (familiar o no familiar) de la empresa cotizada. La finalidad última del presente trabajo es comprobar la existencia o no de diferencias, en primer lugar, en las tasas de permanencia en los mercados bursátiles y en las tasas de supervivencia de las empresas familiares y no familiares y, en segundo lugar, en el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades. La evidencia empírica revela un incremento de la presencia de las familias dentro de los mercados bursátiles, una tasa superior de supervivencia para el colectivo de empresas familiares y unas diferencias mínimas en el grado de diversificación entre los grupos familiares con respecto a los no familiares (excluido el sector «Construcción» por ser atípico en su evolución).

*1990ean burtsan kotizatzen zuten enpresa familiar eta ez-familiarren talde bati buruzko bilakaera eta iraupena aztertzen du lan honek, 1990-2005 aldian izandako bilakaera. Horren ondoren, burtsan bizirik iraun duten enpresa kotizatueta ageri diren sozietateei buruzko piramide-talde familiar eta ez-familiarren dibertsifikazio-maila aztertzen du, zeinaren bitartez, taldea enpresa kotizatuko akziodun nagusiaren (familiarren edo ez-familiarren) egiazko kontrolaren peko enpresa-multzoak zedarrituta geratzen baita. Honako lan honen azkeneko helburua da egiaztatzea ea desberdintasunik dagoen edo ez, lehenik eta behin, burtsa-merkatuetako iraupeneko tasetan eta enpresa familiar eta ez-familiarren biziraupeneko tasen artean, eta, bigarrenik, sozietateen talde familiar eta ez-familiarren dibertsifikazio-mailan. Evidentzia enpirikoak erakusten du gehitu egin dela familien presentzia burtsa-merkatuen barruan, iraupeneko tasa handiagoa dela familia-enpresen taldearentzat eta desberdintasuna oso txikia dela talde familiarren arteko dibertsifikazio-mailan, ez-familiarren aldean (betiere «Eraikuntza» sektorea alde batera utzita, bilakaera atipikoa baitu).*

This paper analyses the evolution and survival of a collective of family and non-family firms that were listed in the shared market in 1990 during 1990-2005; later we studied the degree of diversification for family and non-family pyramidal groups present in survivor listed companies, where a group is represented by all companies under the effective control of the main shareholder (family or non-family) of listed company. The ultimate purpose of this study is to verify the existence of differences, first, in stock markets permanence rates and in survival rates for family and non-family firms, and secondly, differences in the degree of diversification for family and non-family groups. Empirical analysis shows an increase in the presence of families in stock markets, a higher rate of survival for family firms and few minor differences in the degree of diversification among family and non-family groups (excluding "Construction", that is atypical in its evolution).

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Evolución y supervivencia en el período 1990-2005
  3. Crecimiento y grado de diversificación
  4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: empresa familiar, gobierno corporativo, diversificación, supervivencia empresarial, estructura de propiedad.

Keywords: family firm, corporate governance, diversification, corporate survival, ownership structure.

N.º de clasificación JEL: G32, M13, M21.

### 1. INTRODUCCIÓN

Desde que Berle y Means (1932) propusieron la separación efectiva entre la propiedad y el control de las decisiones gerenciales, muchos estudios se han centrado en el gobierno corporativo de las organizaciones. Si bien este modelo fue considerado como válido durante décadas, posteriores investigaciones han demostrado que las empresas, en la gran mayoría de las economías, optan por una mayor concentración de la propiedad y el control (Demsetz y Lehn, 1985; La Porta *et al.*, 1999; Thomsen y Pedersen, 2000; Faccio y Lang, 2002), con el objeto de evitar el problema de agencia que surge de la separación entre la propiedad y el control (Fama y Jensen, 1983; Jensen, 1989). La concentración de la propiedad predomina en aquellos países con una menor protección legal de los accionistas, donde los principales grupos de control y principales accionistas ejercen un poder superior

en la toma de decisiones al correspondiente por sus derechos de *cash-flow*, bien mediante el uso de estructuras piramidales, bien participando en la dirección de la empresa (La Porta *et al.*, 1999).

La investigación ha puesto de manifiesto que las familias constituyen uno de los principales grupos de control de las organizaciones. En España, Galve y Salas (1993) presentan evidencias empíricas sobre la composición del accionariado de las grandes sociedades anónimas españolas cotizadas en el mercado bursátil, a partir del cual se obtiene una primera aproximación al desarrollo capitalista y a la naturaleza de la dirección empresarial en España. Los resultados de su estudio muestran que más de un 70% de las empresas cotizadas en 1990 (311 empresas) están controladas por otra empresa (nacional o extranjera) o entidad de crédito, es decir, forman parte de una estructura *holding* que previsiblemente significa

un notable grado de vigilancia de los accionistas sobre los gerentes. Prácticamente el resto de las empresas de la muestra, un 26,2%, está bajo control de las familias, grupo al que se les atribuye una elevada disposición a supervisar la actuación de los gerentes. Sólo un 2,3% de las empresas se encuentran bajo control gerencial, es decir no cuentan con accionistas con una presencia en el capital social de al menos el 5%, lo cual revela que la empresa gerencial, en el sentido americano, tiene escasa relevancia en España. Faccio y Lang (2002) al estudiar los últimos propietarios de las empresas en los países europeos observan cómo en España, para el año 1997, el 56% de las empresas cotizadas están controladas por familias (sobre el total de empresas cotizadas, incluidas las financieras). Del mismo modo, Santana y Aguiar (2006) para el período 1996-2002, obtienen que los grupos familiares controlan aproximadamente el 50% de las empresas cotizadas, incrementándose anualmente la presencia de las familias dentro de los mercados bursátiles. Por tanto, las investigaciones precedentes sugieren un incremento importante, a lo largo del tiempo, de la participación de los grupos familiares en los mercados de valores.

Desde el punto de vista financiero, la teoría de la empresa ha considerado la empresa familiar como una organización donde la propiedad y el control de la empresa están concentrados en las mismas personas, que son además quienes trabajan en la empresa; véase Fama y Jensen (1983), Jensen y Meckling (1986). La empresa familiar sería el antiparadigma de la separación entre propiedad y control diagnosticado por Berle y Means en la gran empresa americana. La propiedad familiar va asociada con una fuerte preferencia por el control familiar de los activos de la empresa y por garantizar la su-

pervivencia de la empresa a largo plazo y en manos del grupo familiar. Perder el control supone una pérdida de utilidad muy alta para la familia, hasta el punto de que la consecución y mantenimiento del control se convierten en un fin en sí mismo. En términos operativos, la preferencia tan fuerte por el control introduce una restricción singular en las posibilidades de elección de la empresa familiar: el total de capital invertido no puede ir más allá de la riqueza de la familia (Galve y Salas, 2003). Las empresas familiares adoptarán estrategias empresariales de crecimiento acordes con su deseo de mantener la propiedad y el control en manos de un grupo de personas que comparten lazos familiares junto con el deseo de que este control se mantenga en las futuras generaciones (Chami, 1999; Casson, 1999).

Galve y Salas (2003) señalan que si la propiedad familiar introduce una restricción al crecimiento que la propiedad no familiar puede evitar, entonces la empresa familiar como forma de gobierno, que quiere garantizar su supervivencia a largo plazo, debe disponer de otras ventajas exclusivas de la propiedad familiar que superen a los inconvenientes impuestos por la restricción financiera. Por el lado positivo, las relaciones familiares refuerzan la cohesión y confianza entre los socios y, a veces, entre los trabajadores, incrementan el nivel de compromiso para desarrollar el proyecto empresarial y alargan el horizonte de tiempo en la toma de decisiones, puesto que se espera que las futuras generaciones continuarán con el compromiso de relanzar la empresa que han recibido. Las ventajas comentadas pueden suponer una mejora en la dirección de las empresas familiares, al trabajar con una visión a largo plazo, incurrir en menores costes de supervisión y contar con una mayor habilidad para generar confianza y se-



guridad. Pero la familia como estructura de gobierno presenta también limitaciones y desventajas. Citar como más importantes el trasvase de conflictos desde la familia a la empresa, la dificultad práctica de aplicar determinadas sanciones a miembros de la familia, la oferta limitada de talento y habilidades dentro del seno familiar y el freno al crecimiento cuando éste debe acomodarse a los recursos disponibles (Galve y Salas, 2003).

Resumiendo, aquellas empresas controladas por familias presentan unas ventajas y desventajas adicionales al resto de empresas controladas por otros accionistas de control no familiares (por ejemplo: una empresa nacional, capital extranjero, entidad financiera o el Estado). En el caso de que los aspectos negativos predominen, las organizaciones familiares se encontrarán con un mayor número de dificultades que condicionarán la supervivencia de la propia compañía. Si los efectos positivos prevalecen, la mejor gestión y el deseo de continuidad favorecerán la existencia y supervivencia de las empresas familiares a lo largo del tiempo.

Tras lo comentado, el presente trabajo pretende dar respuesta a las siguientes cuestiones: En primer lugar, y dada la importancia de las empresas familiares en las economías nacionales<sup>1</sup>, ¿cuál es la presencia y evolución de las empresas familiares en el mercado bursátil español durante el período 1990-2005?; en segundo lugar, ¿influye la naturaleza del accionista principal de control en la supervivencia de las empresas?; y por último, y con respecto a las decisiones estratégicas, ¿existen diferen-

cias en el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades presentes en las empresas cotizadas supervivientes, donde la empresa cotizada es la sociedad cabecera del grupo?

Para ello, el trabajo se estructura de la siguiente manera: primero, se analiza la presencia y evolución en 15 años de un colectivo de empresas españolas cotizadas en 1990, así como la tasa de permanencia de las empresas en Bolsa durante el período y la tasa de supervivencia de las empresas que abandonan el mercado bursátil en el período (1990-2005); el análisis se realiza diferenciando por tipo de empresa atendiendo a la naturaleza del accionista principal de control (familiar/no familiar). En segundo lugar, y tras una breve revisión teórica sobre la relación existente entre estructura de propiedad y diversificación, se analiza y compara el tamaño medio y crecimiento de las empresas cotizadas supervivientes, tanto familiares como no familiares. Finalmente, tomando como unidad de análisis el grupo piramidal de sociedades que hay detrás de cada una de las empresas cotizadas, se estudia el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades presentes en la muestra de empresas cotizadas supervivientes, definido el grupo por la principal empresa cotizada y todas sus sociedades dependientes (aquellas sociedades donde el principal accionista es la empresa cotizada: ésta posee una participación mayoritaria de la propiedad o ejerce el poder de decisión).

## **2. EVOLUCIÓN Y SUPERVIVENCIA EN EL PERÍODO 1990-2005**

En el presente apartado se realiza el análisis evolutivo de una muestra de empresas

<sup>1</sup> En España según el Instituto de la Empresa Familiar las empresas familiares constituyen el 90% del total de empresas, representan el 60% del Producto Nacional Bruto y ocupan aproximadamente al 65% de la población activa.

familiares y no familiares que cotizaban en el mercado bursátil en 1990, a través del cual se pretende comprobar si las empresas durante el período 1990-2005 siguen cotizando en el mercado bursátil bajo el mismo grupo de control, si han sido objeto de transformaciones importantes o si han dejado de cotizar, averiguando en este último caso el grado de supervivencia de las mismas.

La muestra inicial consta de 211 empresas cotizadas en los mercados bursátiles españoles para el año 1990 y pertenecientes a diferentes sectores de actividad, sin considerar el sector energético ni financiero<sup>2</sup>. A continuación se ha realizado un seguimiento de dichas empresas para el período indicado, comprobando si cotizan, si han sufrido transformaciones, si han dejado de cotizar pero sobreviven como empresas no cotizadas, o finalmente si han sido liquidadas.

A la hora de definir el tipo de empresa atendiendo a la naturaleza del accionista principal, se considera una empresa familiar cuando la familia no sólo posee la participación accionarial (directa e indirecta) más importante de la compañía, sino que además uno o varios miembros de la familia ocupan puestos clave en la dirección de la empresa y en el Consejo de administración (Galve y Salas, 1993). Además, como comprobación de una correcta clasificación se ha identificado al último propietario de éstas (La Porta *et al.*, 1999), analizando las cadenas de propiedad tanto horizontales como verticales, y obteniéndose como resultado la misma clasificación para la totalidad de las empresas analizadas.

---

<sup>2</sup> En el estudio no se han considerado ni el sector energético ni el sector financiero debido a las características específicas de las normativas y regulaciones que en ellos existen.

Para ello, se ha empleado como fuente de información la página Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), que suministra las memorias contables de las compañías cotizadas, la información sobre los principales accionistas y consejeros y la participación de éstos en la propiedad de la empresa. Las empresas han sido clasificadas sectorialmente utilizando como criterios básicos los seguidos tanto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como por la Bolsa de Madrid ([www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)). Para una correcta clasificación se ha comprobado la coincidencia de ambos criterios con la clasificación CNAE-93 Rev. 1.

El cuadro n.º 1 recoge la evolución de las 211 empresas españolas para el período 1990-2005, atendiendo a la naturaleza del accionista principal (distinguiendo entre empresas familiares y no familiares). En concreto, el cuadro n.º 1 proporciona información sobre la permanencia de las empresas en el mercado bursátil en el año 2005, las posibles transformaciones a las que han estado sujetas (por procesos de absorción/fusión), así como si han dejado de cotizar en la Bolsa (bien por una OPA de exclusión, bien por no cumplir con los requisitos mínimos exigidos para poder cotizar en los mercados de valores).

El cuadro n.º 1 revela que sólo el 39% de las 211 empresas cotizadas en 1990 siguen cotizando en el mercado bursátil en 2005, un 47% dejan de formar parte del mercado bursátil y un 14% han estado sujetas algún tipo de transformación; en concreto, un 9% han sido absorbidas por otras compañías, un 3% se han fusionando con otras empresas y tan sólo un 2% desaparecen al ser liquidadas. Adicionalmente, y atendiendo a la naturaleza del accionista principal, en el cuadro se observa como en

Cuadro n.º 1  
**Evolución de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990. (1990-2005)**

		Evolución período 1990-2005													
		Cotizan				No cotizan			Sufren transformaciones						
		Empresas cotizadas Año 1990		Evolución grupo control		OPA / No mínimos		Absorbidas	Fusionadas	Liquidadas	Empresas cotizadas Año 2005				
Tipo	núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%	n	%			
Fam.	68	32	25	37	4	6	36	53	2	3	-	1	1	44	53
No Fam.	143	68	19	13	35	25	62	43	17	12	7	5	3	39	47
<b>Total</b>	<b>211</b>	<b>100</b>	<b>44</b>	<b>21</b>	<b>39</b>	<b>18</b>	<b>98</b>	<b>47</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>83</b>	<b>39</b>

Fuente: Elaboración propia.

el año 1990 el 68% de las empresas cotizadas son empresas no familiares (143 empresas), siendo el 32% restante empresas familiares.

Con respecto a la evolución de las empresas familiares y no familiares en el período 1990-2005, el cuadro n.º 1 muestra que las empresas familiares poseen una mayor tasa de permanencia en el mercado bursátil (43%) que las empresas no familiares (38%), siendo también mayor la proporción de las empresas familiares cotizadas que permanecen bajo el mismo grupo de control familiar (25 de las 29 empresas que se mantienen cotizadas durante el período) y menor la proporción de empresas familiares que pasan a ser controladas por otros accionistas no familiares durante el período (4 de las 29 empresas). Estas proporciones son considerablemente distintas para el colectivo de empresas no familiares que permanecen en la Bolsa durante el período, ya que 35 de las 54 empresas no familiares que se mantienen lo hacen bajo control no familiar y las restantes 19 empresas pasan a estar controladas por familias durante el período. En el año 2005 se mantienen en el mercado bursátil 83 empresas de las 211 de la muestra inicial (39%), estando un 53% de las empresas controladas por familias (frente al 32% existente en el año 1990).

Con respecto a aquellas compañías que dejan de cotizar, se observa un mayor porcentaje en las empresas familiares: un 53% frente al 43% de las empresas no familiares. Con respecto a las transformaciones que sufren las empresas como consecuencia de los procesos de fusión/absorción producidos durante el período, un 17% de las empresas no familiares forman parte de dichos procesos de fusión/absorción frente al 3% de las empresas familiares. Finalmen-

te, apenas existen diferencias según el accionista principal de control para las empresas liquidadas.

El cuadro n.º 2 analiza la evolución sectorial de la muestra de empresas cotizadas para el período atendiendo a la naturaleza del accionista principal. En el año 1990 los sectores más importantes son el «Inmobiliario» (19% de las empresas de la muestra), «Alimentación, bebidas y tabaco» (12% del total de empresas), y «Cementos/Vidrios» (9% del total de empresas). A su vez los sectores menos representativos son «Automóvil/Otro material de transporte», «Nuevas Tecnologías»<sup>3</sup> y «Transportes y comunicaciones», (apenas suponen cada uno un 3% de la muestra total de empresas). Las empresas familiares poseen una mayor importancia relativa en el sector «Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo» (donde el 60% de las empresas del sector son familiares), «Transportes y comunicaciones» (57%), y una mayor importancia en términos absolutos en el sector «Alimentación, bebidas y tabaco» (12 empresas familiares) e «Inmobiliario» (13 empresas familiares). Por su parte las empresas no familiares predominan en los sectores «Aparcamientos y autopistas» (91%), «Madera/Química» (85%), «Automóvil/Otro material de transporte» (83%) y «Nuevas Tecnologías» (83%).

En el año 2005, para aquellas empresas de la muestra inicial que siguen cotizando en la Bolsa, apenas existen diferencias sectoriales, manteniéndose los sectores «Inmo-

---

<sup>3</sup> Indicar que en el año 1990 no existía la denominación del sector «Nuevas Tecnologías» como tal, término que aparece con posterioridad. Sin embargo, se ha creído conveniente usar dicha nomenclatura dado que refleja más adecuadamente las actividades realizadas por las empresas en él incluidas, siendo más acorde con la nomenclatura actualmente empleada en los mercados de valores.

biliario» y «Alimentación, bebidas y tabaco» como los más relevantes e incrementándose la importancia del sector «Construcción». Cuando se diferencia por tipos de control, del cuadro n.º 2 se desprende que en el año 2005, en 9 de los 13 sectores existentes, las empresas familiares incrementan o mantienen su participación con respecto a las empresas que permanecen cotizando durante el período, resultado de la transformación de empresas no familiares en empresas familiares, tal y como se ha observado en el cuadro n.º 1. Como cambios notables resulta interesante destacar la mayor proporción de empresas familiares en los sectores «Cementos/Vidrios» (100 %), «Construcción» (77 %) e «Inmobiliario» (67 %). Por otro lado las empresas no familiares predominan en los sectores «Nuevas Tecnologías» (83 %), «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» (83 %) y «Metálicas Básicas» (75 %). Resumiendo, se puede decir que en general las empresas familiares predominan en aquellos sectores menos intensivos en capital productivo, es decir sectores que, previsiblemente, requieren un menor volumen de inversión.

Para el período 1990-2005, el cuadro n.º 2 muestra como tan sólo en 4 de los 14 sectores el porcentaje de empresas que siguen cotizando es superior al 50 por ciento, hecho que constata un bajo nivel de permanencia de las empresas en Bolsa durante los 15 años analizados; en concreto, los sectores con un mayor porcentaje de empresas que permanecen cotizando durante el período son: «Nuevas Tecnologías» (100 %), «Construcción» (64 %) «Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes de consumo» (60 %) y «Apartamientos y autopistas» (55%). Por su parte, los sectores con menor proporción de empresas que permanecen cotizando durante el período son: «Automóvil/Otro

material de transporte» (la totalidad de las empresas dejan de cotizar), «Transportes y comunicaciones» (71 por ciento no cotizan), «Comercio y otros servicios» (70 por ciento no cotizan) y «Cementos/Vidrios» (69 por ciento dejan de cotizar).

En el cuadro n.º 2 se observa como en la mitad de los sectores el porcentaje de empresas familiares que dejan de cotizar supera al de empresas no familiares, produciéndose el hecho contrario en tan sólo 3 sectores. Ello podría ser indicativo de un mayor abandono por parte de las empresas familiares; sin embargo este hecho se ve compensado por el mayor incremento de empresas no familiares que pasa a estar controladas por una familia para el año 2005 (ver cuadro n.º 1 y cuadro n.º 2). Finalmente, y con relación a los procesos de fusión/absorción y liquidación entre empresas cotizadas, la mayor parte de estos tienen lugar en compañías no familiares: «Aparcamientos y autopistas» (50%), «Construcción» (27%), «Textil/Vestido» (25%) e «Inmobiliario» (22%).

Una vez analizada la evolución en 15 años de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990 el presente trabajo pretende contestar a la siguiente pregunta: ¿qué ha ocurrido con las empresas que han dejado de cotizar en el período?; ¿siguen existiendo aunque no coticen ó han sido liquidadas? En el caso de que sobrevivan como no cotizadas, ¿se mantienen o no bajo el mismo tipo de control (familiar, no familiar)? Para contestar dichas preguntas se ha llevado a cabo un seguimiento de las compañías que dejaron de cotizar en la Bolsa, así como de aquellas compañías que sufrieron transformaciones.

El cuadro n.º 3 presenta la evolución de aquellas empresas que han dejado de coti-

Cuadro n.º 2

**Evolución por sectores de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990. (1990-2005)**

Sector	Grupo Control	Evolución período 1990-2005															
		Empresas cotizadas Año 1990 (inicial)		Empresas cotizadas Año 2005 (final)		Cotizan				No cotizan		Sufren transformaciones					
		núm.	%	núm.	%	Evolución grupo control		OPA / No mínimos	Absorbidas	Fusionadas	Liquidadas	núm.		%			
		núm.	%	núm.	%	Fam.	No fam.					núm.	%	núm.	%		
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	12	46	4	44	4	33	3	25	5	42	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	14	54	5	56	-	-	2	14	9	65	1	7	2	14	-	-
	<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>54</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	-	-
Aparcamientos y autopistas	Fam.	1	9	2	33	1	100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	10	91	4	67	1	10	4	40	-	-	4	40	1	10	-	-
	<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>19</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	-	-
Automóvil/Otro material de transporte	Fam.	1	17	-	-	-	-	-	-	1	100	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	5	83	-	-	-	-	-	-	5	100	-	-	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>6</b>	<b>100</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Cementos/Vidrios	Fam.	6	32	5	100	3	50	-	-	3	50	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	13	68	-	-	2	15	-	-	10	77	1	8	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>26</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>13</b>	<b>69</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Comercio y otros servicios	Fam.	7	41	1	25	1	14	-	-	6	86	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	10	59	3	75	-	-	3	30	6	60	1	10	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>70</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Construcción	Fam.	3	21	7	77	2	67	-	-	1	33	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	11	79	2	23	5	46	2	18	1	9	1	9	2	18	-	-
	<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>50</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	5	29	1	17	1	20	1	20	3	60	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	12	71	5	83	-	-	4	33	5	42	2	17	-	-	1	8
	<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>29</b>	<b>8</b>	<b>47</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>6</b>

.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)  
**Evolución por sectores de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990. (1990-2005)**

Sector	Grupo Control	Evolución período 1990-2005															
		Empresas cotizadas Año 1990 (inicial)		Empresas cotizadas Año 2005 (final)		Cotizan			No cotizan			Sufren transformaciones					
		núm.	%	núm.	%	Evolución grupo control		OPA / No mínimos		Absorbidas		Fusionadas		Liquidadas			
				núm.	%	Fam.	No fam.	núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%		
Inmobiliario	Fam.	13	32	12	67	5	38	-	-	6	46	1	8	-	-	1	8
	No Fam.	27	68	6	33	7	26	6	22	8	30	4	15	2	7	-	-
	<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>30</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
Madera/Química	Fam.	2	15	2	50	-	-	-	-	2	100	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	11	85	2	50	2	18	2	18	6	55	1	9	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>62</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	-	-	-	-
Metálicas básicas	Fam.	3	27	1	25	-	-	-	-	3	100	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	8	73	3	75	1	12	3	38	3	38	1	12	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>27</b>	<b>6</b>	<b>55</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	-	-	-	-
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	17	1	17	1	100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	5	83	5	83	-	-	5	100	-	-	-	-	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>17</b>	<b>5</b>	<b>83</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
Papel y artes gráficas	Fam.	4	29	2	50	1	25	-	-	2	50	1	25	-	-	-	-
	No Fam.	10	71	2	50	1	10	2	20	5	50	1	10	-	-	1	10
	<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>50</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	-	-	<b>1</b>	<b>8</b>
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	Fam.	6	60	4	67	4	67	-	-	2	33	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	4	40	2	33	-	-	2	50	1	25	-	-	-	-	1	25
	<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>40</b>	<b>2</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>30</b>	-	-	-	-	<b>1</b>	<b>10</b>
Transportes y comunicaciones	Fam.	4	57	2	100	2	50	-	-	2	50	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	3	43	-	-	-	-	-	-	3	100	-	-	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	-	-	<b>5</b>	<b>71</b>	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 3

**Análisis sectorial de la supervivencia de las empresas familiares y no familiares que dejan de cotizar en el mercado. 1990-2005**

Sector	Tipo	Empresas cotizadas Año 1990		Desaparecen				Dejan de cotizar 1990-2005					
		núm.	%	Familiares		No familiares		Familiares		No familiares		Total	
				núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%		
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	12	8	1	4	33	-	-	4	-	4	33	
	No Fam.	14	36	5	2	14	5	36	7	50	7	50	
	<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>42</b>	<b>11</b>	<b>42</b>	
Aparcamientos y autopistas	Fam.	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	10	-	-	1	10	4	40	5	50	5	50	
	<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>5</b>	<b>45</b>	<b>5</b>	<b>45</b>	
Automóvil/Otro material de transporte	Fam.	1	-	-	-	-	1	100	1	100	1	100	
	No Fam.	5	20	1	-	-	4	80	4	80	4	80	
	<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>17</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5</b>	<b>83</b>	<b>5</b>	<b>83</b>	<b>5</b>	<b>83</b>	
Cementos/Vidrios	Fam.	6	-	-	2	33	1	17	3	50	3	50	
	No Fam.	13	38	5	-	-	6	46	6	46	6	46	
	<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>37</b>	<b>9</b>	<b>47</b>	<b>9</b>	<b>47</b>	
Comercio y otros servicios	Fam.	7	-	-	5	71	1	14	6	86	6	86	
	No Fam.	10	30	3	2	20	2	20	4	40	4	40	
	<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>41</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>59</b>	<b>10</b>	<b>59</b>	
Construcción	Fam.	3	-	-	1	33	-	-	1	33	1	33	
	No Fam.	11	9	1	3	27	-	-	3	27	3	27	
	<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>29</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4</b>	<b>29</b>	<b>4</b>	<b>29</b>	
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	5	20	1	2	40	-	-	2	40	2	40	
	No Fam.	12	25	3	2	17	3	25	5	42	5	42	
	<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>24</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>7</b>	<b>41</b>	<b>7</b>	<b>41</b>	

.../...



Cuadro n.º 3 (continuación)

**Análisis sectorial de la supervivencia de las empresas familiares y no familiares que dejan de cotizar en el mercado. 1990-2005**

Sector	Tipo	Empresas cotizadas Año 1990		Dejan de cotizar 1990-2005						
		núm.	%	Desaparecen		Siguen con la actividad				
				núm.	%	Familiares		No familiares		Total
Inmobiliario	Fam.	13	31	4	3	23	1	8	4	31
	No Fam.	27	19	5	3	11	6	22	9	33
	<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>33</b>
Madera/Química	Fam.	2	-	-	2	100	-	-	2	100
	No Fam.	11	18	2	1	9	4	36	5	45
	<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>23</b>	<b>4</b>	<b>31</b>	<b>7</b>	<b>54</b>
Metálicas básicas	Fam.	3	-	-	3	100	-	-	3	100
	No Fam.	8	13	1	1	13	2	25	3	38
	<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>6</b>	<b>55</b>
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	-	-	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	5	-	-	-	-	-	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Papel y artes gráficas	Fam.	4	-	-	1	25	2	50	3	75
	No Fam.	10	30	3	1	10	3	30	4	40
	<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>36</b>	<b>7</b>	<b>50</b>
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	Fam.	6	-	-	2	33	-	-	2	33
	No Fam.	4	25	1	-	-	1	25	1	25
	<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>20</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>30</b>
Transportes y comunicaciones	Fam.	4	25	1	1	25	-	-	1	25
	No Fam.	3	-	-	1	33	2	67	3	100
	<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	<b>4</b>	<b>57</b>
<b>TOTAL</b>	Fam.	68	10	7	26	38	6	9	32	47
	No Fam.	143	21	30	17	12	42	29	59	41
	<b>Total</b>	<b>211</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>20</b>	<b>48</b>	<b>23</b>	<b>81</b>	<b>38</b>

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 4

**Supervivencia de las empresas familiares y no familiares en el período 1990-2005**

		Fam.		No fam.		Total	
		núm.	%	núm.	%	núm.	%
Año 90		68	32,23	143	67,77	211	100,00
En año 2005:							
Cotizan	Fam.	25	36,76	19	13,28	44	53,01
	No Fam.	4	5,88	35	24,47	39	46,98
	<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>42,65</b>	<b>54</b>	<b>37,76</b>	<b>83</b>	<b>39,33</b>
Dejan cotizar	Fam.	26	38,24	17	11,89	43	33,59
	No Fam.	6	8,82	42	29,37	48	37,50
	Desaparecen	7	10,29	30	20,98	37	28,91
	<b>Total</b>	<b>39</b>	<b>57,35</b>	<b>89</b>	<b>62,24</b>	<b>128</b>	<b>60,66</b>
Sobreviven (coticen o no)	Fam	51	75,00	36	25,17	87	50,00
	No Fam.	10	14,71	77	53,84	87	50,00
	<b>Total</b>	<b>61</b>	<b>89,71</b>	<b>113</b>	<b>79,02</b>	<b>174</b>	<b>82,46</b>
	Desaparecen	7	10,29	30	20,98	37	17,54

Fuente: Elaboración propia.

zar durante el período 1990-2005. El primer hecho destacable es la mayor tasa de liquidación de las empresas no familiares, la cual duplica a las empresas familiares (un 21% para las primeras frente a un 10% por ciento para las segundas). Por sectores, en 10 de los 14 sectores analizados el porcentaje de empresas bajo control no familiar liquidadas supera al porcentaje de familiares liquidadas (tan sólo en 2 sectores se da la relación inversa). Los sectores con mayores tasas de desaparición de empresas son: «Cementos/Vidrios» (26%), «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» (24%), «Alimentación, bebidas y tabaco» (23%) e «Inmobiliario» (23%). En todos ellos (excepto «Inmobiliario»), han

desaparecido un mayor porcentaje de empresas no familiares que familiares.

Con respecto al grado de supervivencia de las empresas que han dejado de cotizar en bolsa, las compañías bajo control familiar obtienen unos mejores resultados, sobreviviendo el 38% de ellas como empresas familiares y pasando un 9% a estar controladas por accionistas no familiares. Por su parte, las empresas no familiares tienen una menor tasa de supervivencia: el 29% sobreviven como empresas no familiares y un 12% sobreviven pero pasando a estar controladas por familias. Se incrementa la presencia de empresas bajo control familiar, al igual que ocurría con las empresas cotiza-

das. Concretamente, en 8 de los 14 sectores analizados las tasas de supervivencia fuera del mercado de valores son superiores para las organizaciones familiares, siendo inferior en 5. Las mayores tasas de supervivencia aparecen en los sectores «Automóvil/Otro material de transporte» (83%), «Comercio y otros servicios» (59%) y «Transportes y comunicaciones» (57%).

Para concluir este apartado, el cuadro n.º 4 resume la supervivencia de las empresas de la muestra inicial, bien sobrevivan como cotizadas, bien sobrevivan fuera del mercado de valores.

En primer lugar, el cuadro revela una mayor tasa de supervivencia de las empresas familiares, dado que un 89,71% de las empresas de la muestra permanecen activas. De ellas un 75% siguen estando controladas por familias, y en un 14% de los casos otros agentes no familiares se han hecho con la propiedad y control de las compañías. Las empresas no familiares tienen una tasa de supervivencia considerablemente menor (alrededor de un 79% de empresas sobreviven), manteniendo un 53% el carácter de organización no familiar, y pasando un 25% a estar controladas por familias. Con respecto a la permanencia en el mercado de valores, nuevamente las empresas familiares logran un mejor resultado (un 43% de ella permanecen cotizando frente a un 37% de no familiares). Es importante resaltar que de las 29 empresas consideradas familiares en el año 90 y que permanecen en la Bolsa durante el período, 4 cotizan en el año 2005 como no familiares. Sin embargo, de las 54 empresas no familiares del año 90, 19 siguen cotizando en el año 2005 ahora bajo control familiar. Se incrementan las inversiones por parte de grupos familiares en la Bolsa, adquiriendo la propiedad y control de organizaciones no familiares. Este

hecho se produce en menor medida en aquellas empresas que sobreviven fuera de los mercados de valores.

### 3. CRECIMIENTO Y GRADO DE DIVERSIFICACIÓN

Dentro de las decisiones estratégicas a tomar en la empresa surgen las relacionadas con el crecimiento de la organización, y más concretamente las relacionadas con el grado de diversificación. Tradicionalmente la diversificación puede explicarse desde la teoría de agencia (los agentes diversificarán siempre que los beneficios de diversificar excedan los costes por ellos asumidos), la teoría de los recursos (las empresas diversificarán si poseen recursos y capacidades transferibles entre negocios) y como una fuente de incrementar el poder en el mercado<sup>4</sup>. Posteriormente, la literatura ha seguido varias líneas de investigación con respecto al grado de diversificación, tratando de averiguar como ésta evoluciona a lo largo del tiempo, qué métodos existen para poder cuantificar la diversificación y el más tratado, cómo ésta influye en la creación de valor para el accionista (Martin y Sayrak, 2003).

A la hora de relacionar la creación de valor con la diversificación, se ha de tener presente que la diversificación supone para la empresa tanto beneficios como costes. Los principales aspectos positivos a señalar son el aprovechamiento de las economías de escala y alcance (Chandler, 1977), la mayor eficiencia en la redistribución de los recursos en los mercados internos de capitales (Williamson, 1985; Stein, 1997), la mayor capacidad de endeudamiento (Shleifer y Vishny, 1992), el incremento de las habilidades organizacionales para corregir los

<sup>4</sup> Ver Montgomery (1994).

fallos de mercado (Khanna y Palepu, 1999), el aprovechamiento de activos específicos en otros mercados (Bodnar, Tang y Weintrop, 1997) y la consecución de mayor productividad (Schoar, 1999).

Por otro lado, los principales costes para la organización empresarial son la ineficiente localización de capitales entre las divisiones de las empresas diversificadas (Stulz, 1990; Lamont, 1997, Rajan, Servaes y Zingales, 2000), el incremento de las asimetrías de información entre la dirección central y las direcciones de las divisiones (Harris, Kriebel y Raviv, 1982), y el incremento de los costes de agencia derivados del comportamiento de los directivos, buscando un incremento de su riqueza personal y eligiendo proyectos de inversión que destruyen riqueza para el accionista (Jensen, 1986; Denis, Denis y Sarin, 1997; Scharfstein y Stein, 2000).

Por todo lo anterior se deduce la ausencia de unanimidad sobre si la diversificación destruye o crea valor para el accionista<sup>5</sup>, pudiendo ser la decisión de diversificar, endógena al sector donde realice sus operaciones (Campa y Kedia, 2002), y teniendo presente la influencia de los datos y el método en los resultados obtenidos en las investigaciones (Gomes y Lividan, 2004; Villalonga, 2004).

Con respecto al análisis de la diversificación, se ha de distinguir el tipo de diversificación, dado que cada uno de ellos presenta unas características diferentes. De este modo se pueden encontrar empresas concentradas en un único negocio<sup>6</sup>, empresas diversificadas de modo concéntrico (negocios relacionados) y empresas diversificadas

de modo conglomerado (negocios no relacionados)<sup>7</sup>. Aaker (1987) demuestra que la diversificación relacionada permite a las empresas lograr una reducción de costes, mejorar las habilidades de comercialización, conseguir el aprovechamiento de la marca comercial y mejorar las actividades de investigación y desarrollo<sup>8</sup>. La diversificación relacionada también permite aprovechar el exceso de capacidad de recursos tanto tangibles como intangibles, tales como el conocimiento del equipo directivo (Penrose 1962), aprovechamiento de las economías de escala y alcance (Comment y Jarrel, 1995), mayor desarrollo de la curva de aprendizaje y la difusión de tecnologías de procesos y productos (Barney, 1997), lo cual permite lograr unos mejores resultados (Palich, Cardinal y Miller, 2000). Hill y Snell (1989) relacionan la productividad con las estrategias de diversificación, señalando la existencia de una relación negativa entre productividad y diversificación no relacionada<sup>9</sup>.

La relación entre estructura de propiedad y diversificación tiene su origen en la teoría de agencia, la cual sugiere que diferentes niveles de control de la propiedad origina diferentes tasas de crecimiento. Las compañías controladas por directivos optarán por mayores tasas de crecimiento vía diversificación con el objetivo de disminuir riesgos, garantizando su permanencia en la empresa (Amihud y Lev, 1981). Por otro lado, cuanto mayor sea la dispersión de la

<sup>7</sup> Ver Rumelt (1974).

<sup>8</sup> Sin embargo, como principales problemas a tener en cuenta se encuentran: el incremento en los costes de coordinación de la organización, el compromiso entre las diferentes áreas o unidades de negocio de la empresa y los denominados costes de inflexibilidad (Porter 1987).

<sup>9</sup> Dicha estrategia se fundamenta en maximizar el tamaño de la organización, incrementándose el poder por parte del directivo para mejorar su estatus y su posición social (Aoki, 1984).

<sup>5</sup> Ver Martin y Sayrak (2003).

<sup>6</sup> En la literatura de los últimos años se comparan principalmente las organizaciones concentradas con las organizaciones diversificadas, sin señalar si esta diversificación es relacionada o no relacionada.

propiedad, mayor será la discrecionalidad de los directivos para maximizar su función de utilidad, la cual no tiene por qué coincidir con la elección correspondiente a los accionistas de maximizar el valor del mercado de las acciones (Marris, 1964; Aoki, 1984). A medida que aumenta el grado de concentración de la propiedad en manos del accionariado, menor será la discrecionalidad de los directivos para alejarse del objetivo de maximizar el valor de las acciones (Fama y Jensen, 1983; Jensen, 1989). Kang (1998) señala que atendiendo a la naturaleza del accionista principal, las empresas familiares, caracterizadas por un elevado grado de concentración de la propiedad en manos de la familia, decidirán invertir en aquellos negocios que permitan incrementar el valor y eficiencia de la compañía, obteniendo así un grado de diversificación inferior al de organizaciones con la propiedad más dispersa. Además, la concentración de la propiedad implica un mayor riesgo financiero y un mayor coste de capital (Demsetz y Lehn, 1985), lo cual puede inducir a los grupos familiares a ser más precavidos a la hora de hacer nuevas inversiones (Gallo y Vilaseca, 1996), optando por tanto por menores niveles de diversificación. Es de esperar que las empresas bajo control familiar posea un menor grado de diversificación que el resto de compañías.

Con respecto a la medición de la diversificación existen diversos métodos, cada uno con sus ventajas e inconvenientes. En primer lugar se encuentran los métodos basados en la clasificación SIC<sup>10</sup> (CNAE 93 Rev.1 para el caso español<sup>11</sup>). Éstos desta-

can por su sencillez y facilidad de manejo, dado que permiten analizar la diversificación corporativa según la coincidencia o no de los primeros dígitos de las distintas actividades realizadas por las empresas. Sin embargo, resulta difícil diferenciar entre diversificación relacionada y no relacionada, además de existir cierta subjetividad a la hora de escoger el número de dígitos que diferencian entre actividades diversificadas<sup>12</sup>. En segundo lugar aparece el establecimiento de categorías de Rumelt (1974), que permite distinguir entre los distintos tipos de diversificación, aunque posee una gran subjetividad. Finalmente se emplea la medida de la entropía planteada por Jacquemin y Berry (1979) y usada por Palepu (1985) que permite distinguir entre la diversificación relacionada y no relacionada, además de ponderar la importancia de las distintas actividades; sin embargo es muy difícil obtener la información necesaria para estimar dicho índice.

Revisados los distintos métodos de medición de la diversificación, se plantea la cuestión referente a cuál debe de ser la unidad de análisis a la hora de estudiar el grado de diversificación: la empresa o el grupo de sociedades que pueda encontrarse tras la empresa cabecera. Para dar respuesta a la cuestión resulta necesario aludir al concepto de grupo<sup>13</sup>.

---

económica ejercida. Es una adaptación de las NACE (*Statistical Classification of Economic Activities in the European Community*), código de clasificación de sociedades a nivel europeo.

<sup>12</sup> Mediante la clasificación SIC, las actividades quedan representadas mediante cuatro dígitos. El investigador puede considerar la existencia de diversificación cuando no coincidan los dos o tres primeros dígitos, e incluso la totalidad de ellos.

<sup>13</sup> Smangs (2006) señala la no existencia de unanimidad a la hora de definir el concepto de grupo de sociedades, dependiendo en gran medida del tipo de investigación y lugar de estudio.

---

<sup>10</sup> Establecido un número N de diferentes tipos de negocios, se podrían usar índices como los planteados por Gort (1962) y Montgomery (1979).

<sup>11</sup> El CNAE 93 es un código de Clasificación Nacional de Actividades Económicas que permite identificar y clasificar las diferentes sociedades según la actividad

La doctrina jurídica considera unánimemente que un grupo es un agregado empresarial integrado por diversos sujetos de Derecho (normalmente sociedades) que, sin perjuicio de su personalidad jurídica propia, quedan sometidos en su actuación en el mercado a una dirección económica unificada, ejercida por la entidad cabecera del grupo. La clave esencial del grupo es la dirección económica unificada y en él ejercida y a la que se someten sus miembros. En nuestro caso, siguiendo el Plan General Contable Español del 2007, se define grupo: «cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras»<sup>14</sup>.

El análisis del grado de diversificación del grupo de sociedades puede resultar más adecuado que centrarse exclusivamente en la empresa cabecera del grupo. En primer lugar, los principales accionistas toman decisiones sobre sus empresas, no considerándolas individualmente, sino valorando las consecuencias que inciden sobre el resto del grupo. Por lo tanto, estudiar únicamente la principal empresa del grupo no tiene en cuenta lo ocurrido con el resto de sociedades dependientes y cómo éstas pueden haber sido afectadas en su grado de diversificación por las decisiones tomadas por la empresa cabecera del grupo.

---

<sup>14</sup> El Plan General Contable Español del 2007 señala que se produce la existencia de control: «cuando una sociedad (dominante) se encuentre en relación con otra (dependiente) en alguna de las siguientes situaciones: (a) posea la mayoría de los derechos de voto, (b) tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración, (c) pueda disponer de la mayoría de los derechos de voto o (d) haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores [salvo que la entidad esté vinculada a otra en los términos descritos en (a) o (b)]».

Entre las razones que conducen a las empresas a diversificar se encuentran: la consecución de economías de escala y alcance (Chandler, 1977) y una asignación más eficiente de sus recursos (Williamson, 1985), lo que origina que las empresas opten por la adquisición y participación en otras empresas (crecimiento externo). Considerar la totalidad del grupo ofrece una visión más amplia y precisa de todas las actividades realizadas en él, observándose en qué mercados se realizan actividades y cómo se emplean los recursos. Al contrario, estudiar sólo la entidad cabecera supone una visión más restringida de las actividades realizadas, no teniendo en cuenta la totalidad de mercados donde se opera, sobre todo si nos encontramos con sociedades *holding* cuya principal y única actividad es gestionar la totalidad del grupo. Por todo lo comentado, en el presente trabajo, al igual que Ghemawat y Khana (1998) y Guillen (2000) se analizará el grado de diversificación tomando como referencia al grupo de sociedades (empresa cotizada y sus dependientes) en lugar de la empresa cabecera.

### 3.1. **Tamaño y crecimiento de las empresas familiares y no familiares cotizadas para el período 1990-2005**

Previo al estudio de la diversificación, resulta de interés analizar el tamaño y las tasas de crecimiento medio de aquellas compañías que consiguen mantenerse en el mercado bursátil durante los 15 años (un total de 83 empresas), comprobando si existen diferencias o no entre las empresas familiares y no familiares.

El cuadro n.º 5 muestra a nivel sectorial el tamaño medio (expresado en términos de activo total e importe de la cifra de negocios) y la tasa de crecimiento de las empre-

Cuadro n.º 5  
**Tamaño medio y tasas de crecimiento de las empresas cotizadas supervivientes  
 para los años 1990 y 2005 por sectores**  
 (en miles de euros)

Sector	N.º empresas	Activo total 1990	Activo total 2005	Tasa cto. 90-05 (%)	Importe cifra negocios 1990	Importe cifra negocios 2005	Tasa cto. 90-05 (%)
Alimentación, bebidas y tabaco	9	196.580	902.778	359	427.402	375.568	-12
Aparcamientos y autopistas	6	588.094	1.677.339	212	50.563	47.333	-6
Cementos/Vidrios	5	139.695	492.964	253	73.867	148.449	101
Comercio y otros servicios	4	632.478	1.026.580	62	874.539	1.171.369	34
Construcción	9	375.203	2.328.422	521	317.357	359.036	13
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	6	121.830	275.941	126	87.905	279.611	218
Inmobiliario	18	82.623	815.621	887	12.120	118.194	875
Madera/Química	4	336.050	198.384	-41	65.386	41.139	-37
Metálicas básicas	4	192.078	557.632	190	133.857	419.754	214
Nuevas tecnologías	6	93.389	361.852	287	43.931	176.897	303
Papel y artes gráficas	4	122.234	244.693	100	74.406	145.915	96
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	6	57.530	128.158	123	46.871	58.480	25
Transportes y comunicaciones	2	31.731	37.805	19	2.768	5.537	100
<b>TOTAL</b>	<b>83</b>	<b>209.538</b>	<b>832.184</b>	<b>297</b>	<b>170.075</b>	<b>240.709</b>	<b>42</b>

Fuente: Elaboración propia.

sas que permanecen en la Bolsa durante los 15 años. Tanto para el año 1990 como para el 2005 las empresas con un mayor tamaño medio se concentran en los sectores: «Comercio y otros servicios», «Aparcamientos y autopistas» y «Construcción». En el año 1990 el sector «Madera/Química» tenía un elevado tamaño medio, el cual se reduce de forma drástica para el año 2005. Por su parte, el sector «Inmobiliario» experimenta un muy elevado crecimiento en su tamaño medio. Del cuadro se desprende que el comportamiento de las variables de tamaño difiere de forma notable en el período: si para el activo total la tasa de crecimiento del período es del 297%, ésta es mucho menor para el importe de la cifra de negocios, cuya tasa alcanza el 42%.

Con respecto a la variable tasa de crecimiento (crecimiento de las empresas) en conjunto los sectores «Inmobiliario» y «Nuevas Tecnologías» experimentan las tasas más elevadas para ambas variables (activo medio total e importe de cifra de negocios media), sobre todo el sector «Inmobiliario» con unos niveles superiores al 800%, siendo este sector junto con el de «Nuevas tecnologías» los sectores más dinámicos durante los últimos 15 años. Por otro lado, el sector «Madera/Química» es el único que obtiene tasas negativas de crecimiento para el período analizado. El resto de sectores obtienen unas tasas de crecimiento más moderadas, excepto los sectores «Alimentación, bebidas y tabaco» y «Aparcamientos y autopistas» donde el crecimiento de activos no se acompaña con un incremento de cifra de negocios, aunque en gran medida es debido a los procesos de segregación y fusión dados en algunas de las compañías supervivientes<sup>15</sup>.

Tan interesante como el análisis sectorial de la tasa de crecimiento por el período, es el análisis de este crecimiento según el principal accionista de la empresa, bien sea una familia u otro grupo de control. Dicha información está disponible en el cuadro n.º 6. El primer hecho significativo es el mayor tamaño de las empresas no familiares con respecto a las empresas familiares. Tanto en el año 1990 como en el año 2005, las organizaciones familiares poseen un menor volumen de activos y una menor cifra de negocios. Ahora bien, dicha diferencia se ve reducida en el 2005, teniendo presente que en dicho año el número de empresas familiares supera al de no familiares, hecho divergente de la situación inicial (año 1990) donde 29 empresas se consideraban familiares y 54 no familiares.

En el año 1990, en 10 de los 13 sectores existentes, las compañías familiares poseen un menor tamaño tanto en el activo total como en el importe de la cifra de negocios con respecto a las no familiares. En los 3 sectores restantes no se puede realizar dicha comparativa al sobrevivir exclusivamente para el período, o bien empresas bajo control familiar, o bien compañías no familiares. En el año 2005, en 8 de los sectores analizados las compañías no familiares poseen un mayor tamaño que familiares. Tan sólo en el sector «Construcción» las empresas bajo control familiar poseen un mayor tamaño que las no familiares (probablemente debido a la variación del principal grupo de control en las compañías de mayor tamaño: en 1990 de las 9 empresas que permanecen en Bolsa en el período, únicamente 2 eran familiares; sin embargo en el año 2005 tan sólo 2 se consideran no fami-

<sup>15</sup> En el sector «Alimentación, bebidas y tabaco» se debe principalmente a la disminución la cifra de negocios tanto por parte de Tabacalera (en 1999 segrega

su área de distribución) y Natra. En el sector «Aparcamientos y autopistas» se debe al proceso de concentración de Abertis con Acesa.



**Cuadro n.º 6**  
**Tamaño medio en 1990 y en 2005 de las empresas familiares y no familiares cotizadas que sobreviven**  
**los 15 años de estudio (1990-2005) por sectores**  
(en miles de euros)

Sector	1990			2005		
	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	72.659	71.628	4	369.337	309.769
	No Fam.	630.305	1.672.614	5	1.329.532	428.208
Aparcamientos y autopistas	Fam.	1.406	258	2	261.680	35.296
	No Fam.	645.431	60.624	4	2.385.168	53.351
Cementos/Vidrios	Fam.	110.059	45.441	5	492.964	148.449
	No Fam.	184.150	116.506	-	-	-
Comercio y otros servicios	Fam.	104.414	58.076	1	591.652	595.677
	No Fam.	808.499	1.146.693	3	1.171.556	1.363.266
Construcción	Fam.	85.254	101.614	7	2.652.370	446.054
	No Fam.	458.046	378.998	2	1.194.603	54.474
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	29.246	15.831	1	46.546	40.295
	No Fam.	168.123	123.942	5	321.819	327.474
Inmobiliario	Fam.	53.779	4.271	12	740.011	73.479
	No Fam.	94.641	15.391	6	966.841	207.624
Madera/Química	Fam.	-	-	2	203.324	23.189
	No Fam.	4	336.050	2	193.443	59.089

.../...

Cuadro n.º 6 (continuación)  
**Tamaño medio en 1990 y en 2005 de las empresas familiares y no familiares cotizadas que sobreviven**  
**los 15 años de estudio (1990-2005) por sectores**  
(en miles de euros)

Sector	1990			2005		
	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios
Metálicas básicas	Fam.	-	-	1	15.519	6.076
	No Fam.	4	192.078	3	738.336	557.647
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	49.421	1	393.722	471
	No Fam.	5	102.183	5	355.478	212.183
Papel y artes graficas	Fam.	1	10.908	2	72.644	6.537
	No Fam.	3	159.342	2	416.743	285.293
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	Fam.	4	27.564	4	37.353	16.678
	No Fam.	2	117.462	2	309.767	142.085
Transportes y comunicaciones	Fam.	2	31.731	2	37.805	5.537
	No Fam.	-	-	-	-	-
<b>TOTAL</b>	Fam.	<b>29</b>	<b>57.812</b>	<b>44</b>	<b>766.742</b>	<b>155.359</b>
	No Fam.	<b>54</b>	<b>294.952</b>	<b>39</b>	<b>906.017</b>	<b>337.002</b>

Fuente: Elaboración propia.

liares de un total de 9 empresas). En el resto de sectores no se puede realizar una comparativa al encontrarse únicamente organizaciones familiares o existir divergencia de criterios (en los sectores «Nuevas Tecnologías» y «Madera/Química» las organizaciones bajo grupo de control familiar poseen un mayor tamaño medio medido en activo total y menor tamaño medio medido como importe de la cifra de negocios).

Resumiendo, la evidencia empírica confirma que la propiedad familiar va asociada con una fuerte preferencia por el control familiar de los activos de la empresa y por garantizar la supervivencia de la empresa a largo plazo en manos de la familia. La preferencia por el control introduce una restricción al tamaño de la empresa: el total de capital invertido no puede ir más allá de una cuantía que asegure el control familiar.

### 3.2. **Grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades**

El presente apartado analiza el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares cuyas empresas cabeceras cotizadas han sobrevivido durante el período (1990-2005). Por grupo, y teniendo en cuenta el Plan General Contable del 2007, se considera tanto la empresa cabecera como todas sus sociedades dependientes.

Hallada la naturaleza del principal accionista de la empresa cotizada (cabecera del grupo), se estudia la diversificación identificando la totalidad de actividades del grupo (empresa cotizada y sociedades dependientes). Para definir los grupos familiares y no familiares e identificar sus actividades se han empleado como fuentes de información tanto las memorias de las empresas

suministradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como la base de datos SABI (INFORMA). El estudio se ha realizado para el año 2005.

Destacar en primer lugar la presencia de abundantes grupos familiares piramidales (cadenas de empresas donde la familia controla directamente una empresa, la cual a su vez controla otra empresa, y así sucesivamente), hecho que justifica en mayor medida el análisis de la diversificación desde el punto de vista de los grupo de sociedades tal como vimos en el apartado 3.

A la hora de analizar el grado de diversificación, se ha utilizado la clasificación CNAE 93 Rev.1, elaborada según las condiciones recogidas en el Reglamento de implantación de la NACE Rev. 1.1. Esta clasificación permite medir el grado de diversificación distinguiendo varios niveles: mediante la primera letra se establece el número de secciones diferentes, mediante los dos primeros dígitos el número de divisiones, mediante los tres primeros dígitos el número de grupos de actividades y mediante los 4 dígitos el número total de actividades. De este modo para la totalidad de grupos se han identificado las actividades realizadas a partir de las memorias presentadas por las empresas en la CMNV y se han clasificado según el código CNAE 93 Rev.1. distinguiendo entre divisiones, grupos de actividades y total de actividades; ello nos permite una visión más precisa del grado de diversificación.

Con la finalidad de observar si existen diferencias en el grado de diversificación entre los grupos familiares y no familiares en el año 2005 se ha elaborado el cuadro n.º 7. Los grupos son clasificados sectorialmente atendiendo a la actividad principal de la empresa cabecera cotizada del grupo.

## Cuadro n.º 7

**Grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades en el año 2005 atendiendo al sector al que pertenece la sociedad cabecera del grupo**

Sector	Grupo Control	N.º Grupos	CNAE 93 (1 Dígito)		CNAE 93 (2 Dígitos)		CNAE 93(3 Dígitos)		Total actividades	
			Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	4	3,75	3,50	4,00	3,50	6,00	5,00	10,00	7,50
	No Fam.	5	4,00	5,00	5,20	5,00	7,60	6,00	9,80	8,00
Aparcamientos y autopistas	Fam.	2	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50
	No Fam.	4	2,50	2,00	3,50	2,00	3,75	2,00	4,50	2,00
Cementos/Vidrios	Fam.	3	2,67	3,00	3,33	4,00	4,67	5,00	6,67	8,00
	No Fam.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Comercio y otros servicios	Fam.	1	4,00	4,00	4,00	4,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	No Fam.	3	1,67	1,00	2,33	1,00	4,67	3,00	4,67	3,00
Construcción	Fam.	7	8,00	8,00	17,00	14,00	28,57	19,00	39,57	29,00
	No Fam.	2	6,50	6,50	12,00	12,00	17,50	17,50	22,00	22,00
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	1	4,00	4,00	7,00	7,00	8,00	8,00	13,00	13,00
	No Fam.	5	3,40	3,00	5,40	5,00	7,60	7,00	8,40	7,00
Inmobiliario	Fam.	9	2,89	2,00	3,67	4,00	4,89	5,00	5,33	5,00
	No Fam.	6	2,00	1,50	2,50	2,00	3,00	2,00	3,67	2,50
Madera/Química	Fam.	2	5,50	5,50	7,00	7,00	8,00	8,00	10,00	10,00
	No Fam.	2	4,50	4,50	6,00	6,00	9,00	9,00	13,00	13,00

.../...

Cuadro n.º 7 (continuación)  
**Grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades en el año 2005 atendiendo al sector al que pertenece la sociedad cabecera del grupo**

Sector	Grupo Control	N.º Grupos	CNAE 93 (1 Dígito)		CNAE 93 (2 Dígitos)		CNAE 93(3 Dígitos)		Total actividades	
			Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Metálicas básicas	Fam.	1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	No Fam.	3	2,67	2,00	3,00	3,00	3,67	4,00	4,33	4,00
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	3,00	3,00	5,00	5,00	9,00	9,00	10,00	10,00
	No Fam.	5	4,40	4,00	6,60	7,00	9,40	9,00	11,40	12,00
Papel y artes graficas	Fam.	2	2,00	2,00	2,50	2,50	4,00	4,00	5,50	5,50
	No Fam.	2	4,00	4,00	4,50	4,50	6,50	6,50	10,00	10,00
Textil/Vestido/Calzado/otros bienes consumo	Fam.	4	2,00	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50	3,25	3,50
	No Fam.	2	3,50	3,50	4,00	4,00	6,50	6,50	6,50	6,50
Transportes y comunicaciones	Fam.	2	2,50	2,50	3,50	3,50	4,00	4,00	4,50	4,50
	No Fam.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total (incluido «Construcción»)	Fam.	39	3,82	3,00	6,03	4,00	9,05	6,00	12,15	7,00
	No Fam.	39	3,36	3,00	4,72	5,00	6,67	6,00	8,15	7,00
Total (no incluido «Construcción»)	Fam.	32	2,91	2,50	3,63	3,50	4,78	4,50	6,16	5,00
	No Fam.	37	3,19	3,00	4,32	4,00	6,08	6,00	7,41	7,00

Fuente: Elaboración propia.

El primer hecho relevante es la existencia del mismo número de grupos familiares y no familiares<sup>16</sup>. En términos absolutos, el mayor número de grupos familiares aparece en los sectores «Inmobiliario» (9 grupos) y «Construcción» (7 grupos), teniendo una fuerte presencia también en los sectores «Alimentación, bebidas y tabaco» (4 grupos) y «Cementos/Vidrios» (3 grupos). Por su parte los grupos no familiares se concentran en los sectores «Inmobiliario» (6 grupos), «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» (5 grupos), «Nuevas Tecnologías» (5 grupos), «Alimentación, bebidas y tabaco» (5 grupos) y «Aparcamientos y Autopistas» (4 grupos).

Al analizar el grado de diversificación para el total de ambos colectivos, en medias se observa como los grupos familiares poseen un mayor grado de diversificación que los grupos no familiares (tanto en divisiones como en grupos y total de actividades). Sin embargo, apenas existen diferencias considerando las medianas. Este resultado en términos totales es consecuencia de la diferencia tan importante existente en el sector «Construcción» para ambos colectivos de grupos. En este sector los grupos familiares tienen un mayor grado de diversificación en todas las medidas utilizadas, siendo especialmente importante las diferencias en el total de actividades, donde los grupos familiares realizan una media de casi 40 actividades por las 22 actividades de los grupos no familiares. Cuando se excluye el sector «Construcción», la diferencia en el grado de diversificación total para ambos colectivos disminuye de for-

ma importante, siendo ligeramente superior el grado de diversificación de los grupos no familiares (realizan una media de 7,41 actividades por 6,16 actividades de los grupos familiares; además la mediana de actividades de los grupos no familiares es de 7, frente a las 5 de los grupos familiares)<sup>17</sup>.

A nivel sectorial, el cuadro n.º 7 revela que existe un mayor grado de diversificación para ambos colectivos en los sectores «Construcción» (una media de casi 40 actividades para los grupos familiares y 22 actividades para los grupos no familiares), «Madera/Química» (media de 10 actividades para los grupos familiares y 13 actividades para los grupos no familiares) y «Nuevas Tecnologías» (media de 10 actividades para los grupos familiares y 11,4 actividades para los grupos no familiares), existiendo un mayor grado de concentración de actividades en los sectores «Metálicas básicas» (1 actividad para el grupo familiar y una media de 4 actividades para los grupos no familiares), «Aparcamientos y autopistas» (media de 2,5 actividades para los grupos familiares y casi 4,5 actividades para los grupos no familiares), «Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes de consumo» (media de 3,25 actividades para los grupos familiares y 6,5 actividades para los grupos no familiares), «Inmobiliario» (media superior a 5 actividades para los grupos familiares y casi 4 para los grupos no familiares) y «Transportes y comunicaciones» (media de 4,5 actividades para los grupos familiares).

Al analizar el total de actividades, tanto en medias como en medianas, se observa que

<sup>16</sup> En las 44 empresas familiares cotizadas supervivientes se han identificado 39 grupos familiares distintos. Únicamente dos grupos de control familiares poseen más de una empresa cotizada, estando el resto de grupos familiares representados tan sólo por una empresa cotizada.

<sup>17</sup> Se debe señalar que para el período 1990-2005 existe un fuerte incremento de la presencia de las familias en el sector «Construcción». Tal como se puede observar en el cuadro n.º 2, cinco compañías consideradas como no familiares en el año 1990 pasan a estar controladas por familias en el año 2005.

en cuatro de los trece sectores analizados los grupos familiares poseen un mayor grado de diversificación que los grupos no familiares («Comercio y otros servicios», «Construcción», «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» e «Inmobiliario»). Del mismo modo, en cinco de los trece sectores los grupos no familiares realizan un mayor número de actividades, siendo las diferencias más acusadas en los sectores «Papel y artes gráficas» y «Textil/Vestidos/Calzado/otros bienes de consumo». En los sectores «Alimentación, bebidas y tabaco» y «Aparcamientos y autopistas» no existe coincidencia de criterios (en el sector «Alimentación, bebidas y tabaco» los grupos familiares realizan un mayor número de actividades en media, pero menor considerando la mediana; el hecho inverso ocurre con el sector «Aparcamientos y autopistas»). Finalmente, en los sectores «Cementos/Vidrios» y «Transportes y comunicaciones» no se puede realizar la comparativa al existir exclusivamente grupos familiares.

#### **4. CONCLUSIONES**

En el presente trabajo se ha realizado una triple investigación: en primer lugar se ha estudiado la evolución, permanencia en los mercados de valores y supervivencia de una muestra de empresas cotizadas en el año 1990 para un periodo de 15 años, distinguiendo entre empresas familiares y no familiares; a continuación se ha realizado una comparativa del tamaño medio y tasas de crecimiento para las empresas supervivientes en el periodo; finalmente, se ha calculado el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares que participan en la muestra de empresas cotizadas supervivientes, considerando como grupo a la principal empresa cabecera cotizada su-

perviviente y a todas sus sociedades dependientes.

El estudio se justifica por las siguientes razones: en primer lugar, por la escasez de trabajos realizados que analicen la supervivencia de las empresas tanto en los mercados bursátiles como fuera de ellos, así como por la influencia del carácter familiar del grupo de control sobre dicha tasa de supervivencia. En segundo lugar, se aportan nuevos datos sobre la relación entre el grado de diversificación y el carácter del principal grupo controlador, tomando como referencia los grupos de sociedades en lugar de las empresas cabeceras cotizadas.

El primer resultado obtenido es el incremento de la presencia de las familias en los mercados de valores españoles durante los últimos 15 años. Aunque en la mitad de los sectores el porcentaje de empresas familiares que dejan de cotizar supera al de no familiares, la adquisición por parte de las familias de compañías no familiares permite incrementar su participación en los mercados. Los grupos familiares incrementan de forma notable su participación en los sectores «Construcción», «Cementos/Vidrio» e «Inmobiliario». A su vez las organizaciones no familiares participan en un mayor número de procesos de fusión/absorción que las compañías familiares.

Otro resultado significativo es la superior tasa de liquidación de las compañías no familiares, que dobla al de las compañías familiares. La evidencia empírica destaca cómo las compañías familiares poseen una mayor tasa de supervivencia que el resto de organizaciones. Por lo tanto, el carácter familiar del grupo de control influye positivamente en la supervivencia de la empresa, lo cual es señal de la prevalencia de los aspectos positivos de la familia sobre los negativos. Los resultados obtenidos muestran

una superioridad con respecto a las organizaciones no familiares, las cuales desaparecen en un mayor porcentaje o bien son adquiridas por organizaciones familiares

En referencia al tamaño medio y tasas de crecimiento, las organizaciones familiares son más pequeñas que el resto de organizaciones, diferencia que se ve reducida en el año 2005, aproximándose el tamaño de los diferentes colectivos de empresas en el período. Este hecho se ve influido por la adquisición

de empresas no familiares por parte de grupos de control familiares en el período.

Al analizar el grado de diversificación en el año 2005, los datos a nivel total, excluyendo el sector «Construcción», revelan diferencias mínimas en el grado de diversificación entre ambos colectivos de grupos de sociedades consecuencia de las compensaciones que se producen en las diferencias, a nivel sectorial, del grado de diversificación entre los grupos familiares y no familiares.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AAKER, D.A. (1987): «*Management estratégico del mercado*». Hispano Europea. Barcelona.
- AMIHUD, Y. Y LEV, B. (1981): «*Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*». *Bell Journal of Economics*, 12 (2), 605-617.
- AOKI, M. (1984): «*The co-operative game theory of the firm*». Cambridge University Press. Cambridge.
- BARNEY, J.B. (1997): «*Gaining and sustaining competitive advantage*». Addison-Wesley Reading.
- BERLE, A. Y MEANS, G. (1932): «*The modern corporation and private property*». Commerce Clearing House. New York.
- BODNAR, G.; TANG, C. Y WEINTROP, J. (1997): «*Both sides of corporate diversification: the value impacts of geographic and industrial diversification*». Working paper 6224. NBER.
- CAMPA, J.M. Y KEDIA, S. (2002): «*Explaining the diversification discount*». *Journal of Finance*, 57 (4), 1731-62.
- CASSON, M. (1999): «*The economics of the family firm*». *Scandinavian Economic History Review*, 47 (1), 10-23.
- CHAMI, R. (1999): «*What's different about family business?*» Working Paper. Trabajo publicado en la serie del Fondo Monetario Internacional «Artículos de Trabajo», con el número 01/70.
- CHANDLER, A. (1977): «*The visible hand*». Belknap Press. Cambridge.
- CNMV: Página web de la «Comisión Nacional del Mercado de Valores» ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es))
- COMMENT, R. Y JARREL, G.A. (1995): «*Corporate focus and stock returns*». *Journal of Financial Economics*, 37 (1), 67-87.
- CRESPI-CLADERA, R. Y BRU, L. (2006): «*Diversification of family business groups and board control*». Working Paper (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=924845>).
- DEMSETZ, H. Y LEHN, K. (1985): «*The structure of corporate ownership: causes and consequences*». *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155-1177.
- DENIS, D.; DENIS, D. Y SARIN, A. (1997): «*Agency problems, equity ownership, and corporate diversification*». *Journal of Finance*, 52 (1), 135-160.
- FACCIO, M. Y LANG, L. (2002): «*The ultimate ownership of western European corporations*». *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365-395.
- FAMA, E. Y JENSEN, M. (1983): «*Agency problems and residual claims*». *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 327-349.
- GALLO, M.A. Y VILASECA, A. (1996): «*Finance in family business*». *Family Business Review*, 9, 347-401.
- GALVE, C. Y SALAS, V. (1993): «*Propiedad y resultados de las gran empresa española*». *Investigaciones Económicas*, 17 (2), 207-238.
- 2003: «*La empresa familiar en España: fundamentos económicos y resultados*». *Fundación BBVA*. Bilbao.
- GHEMAWAT, P. Y KHANNA, T. (1998): «*The nature of diversified business groups: a research design and two case studies*». *The Journal of Industrial Economics*, XLVI, 35-61.



- GOMES, J. Y LVIDAN, D. (2004): «*Optimal diversification: reconciling theory and evidence*». Journal of Finance, 59 (2), 507-535.
- GORT, M. (1962): «*Diversification and integration in American Industry*». Princeton University Press. Princeton.
- GUILLÉN, M.F. (2000): «*Business groups in emerging economies: a resource-based view*». Academy of Management Journal, 43 (3), 362-380.
- HARRIS, M.; KRIEBEL, C.H. Y RAVIV, R. (1982): «*Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation*». Management Science, 28 (6), 604-620.
- HILL, C. Y SNELL, S. (1989): «*Effects of ownership structure and control on corporate productivity*». Academy of Management Journal, 32 (1), 25-46.
- INFORMA: Base de Datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) <http://www.informa.es/infor-net/Main/idioma/01/screen/SShowPage/pagina/sabe.html>.
- JACQUEMIN, A.P Y BERRY, C.H. (1979): «*Entropy measure of diversification and corporate growth*». The Journal of Industrial Economics, 27 (4), 359-369.
- JENSEN, M.C. Y MECKLING, W.H.. (1986): «*Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*». American Economic Review, 76 (2), 323-329.
- JENSEN, M.C. (1989): «*Eclipse of the public corporation*». Harvard Business Review, 67 (5), 61-74.
- KANG, D.L. (1998): «*Ownership structure and the boundaries of the firm: how large-block family owners lead to increased vertical integration, diversification and superior firm performance*». Academy of Management annual meeting: business policy and strategy division, January.
- KHANNA, T. Y PALEPU, K. (1999): «*Corporate scope and institutional context: an empirical analysis of diversified Indian business groups*». Unpublished manuscript. Harvard University.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999): «*Corporate ownership around the world*». Journal of Finance, 54 (2), 471-517.
- LAMONT, O. (1997): «*Cash flow and investment: evidence from internal capital markets*». Journal of Finance, 52 (1), 83-109.
- MARRIS, R. (1964): «*The economic theory of managerial capitalism*». MacMillan. London.
- MARTIN, J.D. Y SAYRAK, A. (2003): «*Corporate diversification and shareholder value*». Journal of Corporate Finance, 9 (1), 37-57.
- MONTGOMERY, C. (1979): «*Diversification market structure and firm performance: an extension of Rumelt's model*». Tesis doctoral sin publicar. Purdue University.
- 1994: «*Corporate diversification*». Journal of Economic Perspectives, 8, 163-178.
- PALEPU, K. (1985): «*Diversification strategy, profit performance and the entropy measure*». Strategic Management Journal, 6 (3), 239-255.
- PALICH, L.; CARDINAL, L. Y MILLER, C. (2000): «*Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research*». Strategic Management Journal, 21 (2), 155-174.
- PENROSE, E.T. (1962): «*Teoría del crecimiento de la empresa*». Ed. Aguilar. Madrid
- PORTER, M. (1987): «*Ventaja competitiva*». C.E.C.S.A. México.
- RAJAN, R.; SERVAES, H., Y ZINGALES, L. (2000): «*The cost of diversity, the diversification discount and inefficient investment*». Journal of Finance, 55 (1), 35-80.
- RUMELT, R.P. (1974): «*Strategy, structure and economic performance*». Harvard University Press. Boston.
- SANTANA, J. 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.
- SCHARFSTEIN, D.S. Y STEIN, J. C. (2000): «*The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investments*». Journal of Finance, 55 (6), 2537-2564.
- SCHOAR, A. (1999): «*Effects of corporate diversification on productivity*». Working paper. University of Chicago.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1992): «*Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach*». Journal of Finance, 47 (4), 1343-1366.
- SMANGS, M. (2006): «*The nature of the business group: a social network perspective*». Organization, 13 (6), 889-908.
- STEIN, J.C. (1997): «*Internal capital markets and the competition for corporate resources*». Journal of Finance, 52 (1), 111-133.
- STULZ, R. (1990): «*Managerial discretion and optimal financial policies*». Journal of Financial Economics, 26 (1), 3-27.
- THOMSEN, S. Y PETERSEN, T. (2000): «*Ownership structure and economic performance in the largest European companies*». Strategic Management Journal, 21 (6), 689-705.
- VILLALONGA, B. (2004): «*Does diversification cause the Diversification Discount*». Financial Management, 33 (2), 5-27.
- WILLIAMSON, O.E. (1985): «*The economic institutions of capitalism*». Free Press. New York.

---

# *Los grupos familiares. Una descripción de los grupos empresariales del Instituto de la Empresa Familiar*

210

El artículo analiza la empresa familiar por medio del grupo empresarial controlado por la familia, en lugar de limitarlo, como es habitual en la literatura, a las sociedades cotizadas. El trabajo describe 103 grupos empresariales pertenecientes a la asociación Instituto de la Empresa Familiar (IEF). Se estudian dos aspectos organizativos de estos grupos empresariales. En primer lugar se analiza su estructura societaria. En segundo lugar se analiza cómo organizan las familias el control y la gestión tanto de las sociedades de cada grupo como de las relaciones familiares en el grupo. Esta segunda parte del análisis se realiza a través del estudio de los consejos de administración de las empresas.

*Artikulu honek familiak kontrolatutako enpresa-taldearen bidez aztertzen du familia-enpresa, eta ez du mugatzen, arlo honetako literaturan ohikoa denez, sozietate kotizatuetera. Lan honek Familia Enpresaren Institutuari (FEI) dagozkion 103 enpresa-talde deskribatzen ditu. Enpresa-talde horien antolaketako bi alderdi aztertzen dira. Lehenik eta behin, sozietate-egitura aztertzen da. Bigarrenik, aztertzen da nola antolatzen dituzten familiek talde bakoitzeko sozietateen zein taldeko familia-harremanen kontrola eta kudeaketa. Azterketaren bigarren zati hori, betiere, enpresen administrazio-kontseiluen azterlan baten bidez egiten da.*

The paper analyses the family firm through the set of companies under the control of a family, instead of limiting the research to the listed companies, as commonly done in literature. The paper describes 103 family business groups belonging to the IEF, *Instituto de la Empresa Familiar*. Firstly, the organization structure of the mentioned business groups is analysed. Secondly the way in which the families organise control and management of the companies is analysed both in terms of the business group as a whole and in terms of family ties. We perform this descriptive analysis by looking at the compositions of the board of directors of nearly 4000 firms.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Los datos de la muestra
  3. Estructura empresarial de los grupos familiares
  4. Estructura de los consejos de administración
  5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: empresa familiar, grupo empresarial.

Keywords: family business, business groups.

N.º de clasificación JEL: L29, M13, M21.

### 1. INTRODUCCIÓN

Este artículo es una descripción de los 103 grupos empresariales pertenecientes a la asociación Instituto de Empresa Familiar (IEF). La característica común a todos estos grupos empresariales es que su control lo ejerce una familia. Esta posición de control se basa en que la familia dispone de una participación importante en el capital de las empresas del grupo. Su grado de implicación es variado e incluye distintos mecanismos de control, tales como la participación conjunta por distintos miembros de la familia en los consejos de administración. Además, frecuentemente se observa la participación

directa en la gestión de las empresas del grupo de algún miembro de la familia desde sus más altos puestos directivos.

Este conjunto de grupos empresariales es un ejemplo relevante, dado el nivel de su actividad económica, de que la configuración de una empresa familiar no se restringe solamente al patrón al que más frecuentemente se asocia, a saber, el de empresas pequeñas y medianas, sino que también es importante la presencia de grandes grupos empresariales gobernados por una familia. Así, algunos de los grupos empresariales de nuestra muestra incorporan entre sus empresas grandes sociedades; incluso algunas de las grandes sociedades cotizadas en la bolsa española.

El artículo centrará su análisis en las características organizativas generales de estos grupos empresariales. Tras mostrar brevemente su importancia cuantitativa, mostraremos que las familias empresarias de la muestra no restringen su actividad a

---

\* Los autores agradecen la colaboración de Fernando Casado, director del Instituto de Empresa Familiar, en la elaboración de este trabajo, aunque por supuesto los autores son los únicos responsables si contiene cualquier error. Asimismo agradecen la financiación recibida por el Ministerio de Educación y Ciencia a través del Proyecto de investigación SEC2007-67895-C04-03/ECON.

una sola empresa, sino que organizan su actividad en numerosas empresas de tamaños y sectores de actividad variados, y a través de distintos niveles de implicación en su gestión. Seguidamente se verá si su actividad gira alrededor de una empresa principal, que centraliza una gran parte de la actividad económica del grupo empresarial, o bien si es frecuente una estructura más dispersa. Esta parte del artículo también analizará el papel que juegan en estos grupos empresariales las empresas cotizadas, las sociedades de cartera y las inmobiliarias. Las familias incorporan con frecuencia empresas cotizadas en sus grupos empresariales, un hecho que, como veremos al comentar la literatura sobre empresas familiares, no es un fenómeno particular español, sino que se produce también en otros países desarrollados. Sorprendentemente, en ocasiones, esta empresa cotizada tiene un peso relativamente poco importante en el conjunto de la actividad del grupo familiar.

El trabajo también analizará la composición de los consejos de administración de estas empresas. Interpretamos la estructura del consejo de administración como un indicador de las pautas de gestión y control de una empresa. Veremos que se observa la participación de un número considerable de miembros de la familia, que cada miembro participa en más de una empresa, y que se incorporan miembros ajenos a la familia a los consejos de administración. Veremos también que estas pautas de participación siguen unas reglas determinadas. Así, los cabezas de familia acaparan los cargos principales en las empresas más importantes del grupo, mientras que los restantes miembros de la familia hacen lo propio en las demás empresas del grupo.

El hecho de que algunas de las principales empresas españolas, incluso entre las

cotizadas, sean empresas familiares, no es un hecho peculiar de la economía española, sino que se observa en muchos otros países, tanto desarrollados como en vías de desarrollo. Así, Faccio y Lang (2002) muestran, para las empresas cotizadas de 13 países europeos (incluyendo a España), que un 44 % de estas empresas están controladas por una familia. Este fenómeno se produce incluso para las mayores empresas; así, 3 de las 20 mayores empresas alemanas están bajo el control de una familia, y las cifras para Francia e Italia son 6 de 20 y 4 de 20 respectivamente. Y tal vez más llamativos aún son los porcentajes de control por parte de unas pocas familias de las empresas cotizadas en estos países (evaluado como el porcentaje sobre el total del valor de mercado de las empresas cotizadas) que estos autores ofrecen. Así, 15 familias francesas, alemanas e italianas controlan el 33,8, el 25 y el 21,9% del valor total de las empresas cotizadas en los países respectivos (el porcentaje para España es del 13,5%). Incluso para Estados Unidos, frecuentemente presentado como paradigma de una economía en la que la propiedad de las grandes empresas cotizadas se diluye entre muchos propietarios, Anderson y Reeb (2003) muestran que aproximadamente en una tercera parte de las empresas que figuran en el índice de mayores empresas cotizadas Standard and Poor's 500 las familias fundadores siguen manteniendo un papel relevante, y suman alrededor de un 18% de la propiedad en estas empresas.

Una vez constatada la presencia del control familiar en grandes empresas de los países desarrollados, la literatura se ha planteado, entre otras cuestiones,<sup>1</sup> qué ventajas

---

<sup>1</sup> Por ejemplo, la literatura también ha estudiado el uso de estructuras piramidales, de participaciones cruzadas y de acciones sin derecho a voto como pro-

e inconvenientes puede presentar el hecho de que una empresa sea familiar, y qué impacto puede tener sobre su rendimiento. Una primera línea de investigación ha evaluado la rentabilidad de las empresas cotizadas bajo control familiar, confrontándolas con empresas no familiares. Los resultados generales de la literatura no son concluyentes, aunque Anderson y Reeb (2003) para Estados Unidos y Sraer y Thesmar (2007) para Francia muestran rentabilidades superiores en las empresas familiares. A continuación, la literatura ha analizado con más detalle el papel que la estructura familiar y las reglas de transferencia del control de las empresas entre distintas generaciones de una familia pueden jugar en su rentabilidad. Así, Pérez-González (2006) y Villalonga y Amit (2006) muestran que las empresas familiares suelen empeorar su rentabilidad cuando el control de la empresa familiar pasa de las manos del fundador a la de sus herederos. Aunque las razones de esta caída del rendimiento no están del todo claras, Bennedsen, Nielsen, Pérez-González y Wolfenson (2007) obtienen indicios de que parte del problema consiste en que las familias tienen tendencia a establecer una reglas fijas de sucesión (por ejemplo, un primogénito varón suele suceder al fundador como presidente o administrador principal de la empresa) que limitan que la gestión de las empresas recaiga en las personas más capaces (sean otros miembros de la familia o gestores profesionales).

Para España, los trabajos de Galve y Salas (2005) y Alcalde, Galve y Salas (2001) han analizado las diferencias de comportamiento y rentabilidad de las empresas fami-

---

cedimientos para aumentar el control de una empresa cotizada por encima de lo que significaría el porcentaje de propiedad de la familia, y las consecuencias de estas prácticas sobre la gestión de las empresas.

liares respecto a las no familiares. Los autores comprueban que, posiblemente debido al deseo por parte de la familia de mantener el control de la empresa, las empresas familiares son de menor tamaño y utilizan tecnologías menos intensivas en capital. La rentabilidad de unas empresas y otras son parecidas, aunque la menor dimensión de las empresas familiares lleva a estos autores a sugerir que posiblemente las familias sacrifican al deseo de mantener el control de estas empresas la posibilidad de obtener más beneficios a través de políticas de crecimiento mayores.

Todos estos trabajos han limitado su análisis a estudiar empresas cotizadas en bolsa. Esto tiene la ventaja obvia de disponer de unos datos de mayor calidad sobre las empresas. Pero tiene también dos inconvenientes:

- En primer lugar, deja fuera del análisis muchas empresas familiares de tamaño considerable, en las que las típicas cuestiones de análisis en empresas complejas (como la profesionalización de la gestión, la organización de la captación de recursos financieros, la gestión de los recursos humanos, etc.) también son relevantes. Por ejemplo, en nuestra base de datos, las mayores empresas son empresas cotizadas, y los 20 mayores grupos suelen tener como empresa principal una empresa cotizada. Sin embargo, como veremos con más detalle posteriormente, otras empresas cotizadas no destacan especialmente por su tamaño en el grupo familiar, e incluso otros grupos familiares de tamaño parecido no disponen de ninguna empresa cotizada.
- Una familia empresaria típica no restringe su actividad a una sola empre-

sa, sino que organiza su actividad a través de varias. Por ejemplo, en nuestra muestra un grupo empresarial tiene de media 38 empresas. Centrarse en analizar una empresa separada del grupo controlado por una familia puede ofrecer una visión sesgada de las decisiones empresariales de la familia e impide analizar a través de qué procedimientos la familia organiza su actividad empresarial.

El trabajo de Bertrand *et al.*, (2008) es una excepción a esta tendencia de la literatura de centrarse solamente en las empresas cotizadas y constituye una importante aportación al estudio de la organización de los grupos empresariales familiares. Estos autores construyen una base de datos que contiene información sobre 93 de los principales grupos empresariales de Tailandia que les permite analizar el reparto del control del grupo familiar entre distintos miembros y generaciones de la familia. Así, pueden ver que, cuando el fundador cede el control del grupo, los hijos suelen acaparar una parte mayor de la propiedad y el control de las empresas del grupo que los restantes miembros de la familia. Además, estudian con detalle qué puede explicar que la rentabilidad de las empresas familiares decrezca al pasar su control del fundador a los hijos. El resultado principal que observan es que el número de hijos varones afecta negativamente la rentabilidad del grupo familiar. Los autores, sin embargo, no pueden distinguir entre dos posibles explicaciones a este hecho: que se deba a un mayor conflicto entre hermanos para hacerse con el control del grupo, o que un mayor número de hermanos limite la entrada de talento profesional al grupo al reducir la entrada de gerentes profesionales.

El resto del artículo está organizado como sigue: el apartado 2 explica el método que se ha seguido para elaborar la muestra de empresas, y la información disponible para su descripción y estudio. El apartado 3 se centra en la descripción de la estructura empresarial de los grupos, prestando especial atención al papel que juegan las empresas cotizadas, las sociedades de cartera y las inmobiliarias. El apartado 4 estudia los consejos de administración y muestra qué conclusiones se pueden colegir sobre la manera en que las familias organizan el control y la gestión de sus grupos empresariales. El apartado 5 resume las conclusiones del estudio.

## 2. LOS DATOS DE LA MUESTRA

La fuente de información principal de nuestro trabajo la constituye la base de datos Informa, de B&D que incluye todas las sociedades no bancarias españolas que facilitan información de diversa índole a los registros mercantiles. Así, a partir de una población de más de un millón de empresas, identificamos aquellas que pertenecen a los grupos familiares objeto de estudio para, a continuación, extraer la información relevante que permita describir las relaciones de las empresas y sus administradores con el grupo de control familiar.

### 2.1. Identificación de los grupos familiares

Como señalamos en la introducción, los grupos familiares que estudiaremos son todos los que pertenecen a la asociación Instituto de la Empresa Familiar (IEF). Para llevar a cabo el presente estudio ha sido

necesario previamente, para cada uno de los grupos familiares de la muestra, identificar todas las empresas que lo componen, es decir, identificar todas aquellas empresas bajo el control de cada una de las familias que consideramos.

El método que hemos desarrollado para elaborar la muestra parte de los nombres completos de los 103 socios inscritos en el IEF en 2007. Con esta información como punto de partida, se han seguido los siguientes pasos:

1. En primer lugar, se ha identificado en la base de datos Informa de B&D todas las sociedades españolas en las que los 103 socios de referencia del IEF constan como administradores o como accionistas.
2. En este conjunto de empresas, se identifican los familiares que tienen la condición de accionistas, máximo ejecutivo o administradores en ellas. Se identifica a estos familiares mediante dos criterios: (a) alguno de sus dos apellidos coincide con el socio de referencia del IEF y (b) tiene la condición de accionistas, máximo ejecutivo o administradores en una empresa en la que también aparece el socio de referencia.
3. En una segunda iteración, se incorpora al conjunto de grupos de empresas de la muestra, familia a familia, aquellas en las que los familiares de los socios identificados en base al criterio señalado en (2) tienen la condición de accionistas, máximo ejecutivo o administradores.
4. El paso siguiente consiste en acotar adecuadamente el denominado grupo de control familiar. Conscientes

de que el método aplicado de forma mecánica tiende a generar un exceso de sociedades potencialmente ligadas a una familia, se introduce un filtro. El filtro consiste en la exclusión de aquellas sociedades asignadas a la familia de un socio en las que el socio, o alguno de sus familiares, no ostenta una proporción del capital considerada de «control» (igual o superior al 25%).

5. Un paso adicional para la correcta asignación de empresas a cada grupo familiar ha sido el repaso minucioso con el director del IEF, Fernando Casado, de los 103 grupos de empresas familiares creados mediante el procedimiento que hemos pormenorizado en los puntos 1 a 4. Su detallado conocimiento de la realidad empresarial y familiar de los socios ha permitido corregir asignaciones incorrectas de sociedades a determinados socios o familias o descatalogar del grupo familiar aquellas empresas que en realidad no pertenecen al grupo familiar pero habían sido incorporadas erróneamente a nuestra base de empresas porque alguno de los miembros de la familia figura en sus consejos de administración.
6. Finalmente, un último filtro ha sido la eliminación en el cómputo inicial de aquellas sociedades sin actividad reciente, y que figuran en la base de datos Informa. También se han suprimido las empresas de pequeño tamaño, en concreto aquellas con volúmenes de activo o niveles de facturación menores a 60 mil euros, por su escasa incidencia en los resultados económicos de cada grupo empresarial.

## 2.2. Información disponible sobre las empresas de los grupos familiares de la muestra

La base de datos Informa, además de permitirnos elaborar la muestra de empresas familiares, nos proporciona una serie de datos relevantes para su estudio detallado. Los últimos datos financieros disponibles, que serán los que utilizaremos, son los correspondientes al año 2005.

En primer lugar, podemos obtener la información económico-financiera de cada empresa proveniente de sus cuentas anuales. También podemos saber cuál es la actividad principal y las actividades secundarias de cada empresa, según el criterio de la clasificación de los códigos de actividad económica o CNAE. El desconocimiento de la proporción del activo o del volumen de negocio de una empresa dedicado a cada actividad, sin embargo, limita la información que podemos extraer de estos datos. De todas maneras, podremos utilizar esta clasificación sectorial para analizar la importancia de determinadas formas particulares de empresas en los grupos familiares. Concretamente nos referimos a las sociedades de cartera y las empresas inmobiliarias, además de la identificación de las empresas cotizadas.

Conocemos si alguna de las sociedades pertenecientes a un grupo familiar cotiza en cualquiera de las bolsas de valores españolas, tanto en el mercado continuo como en mercados con otros métodos de contratación. Esta información nos será útil para analizar algunos aspectos sobre la manera en que se organiza el grupo familiar: hasta qué punto las familias utilizan los mercados de valores para expandir sus empresas mediante la emisión de acciones, a costa de ceder parte del control sobre la empre-

sa; y si las sociedades cotizadas constituyen el núcleo de la actividad del grupo familiar.

La clasificación sectorial mediante el código CNAE también nos permitirá conocer la importancia de las sociedades de cartera dentro de cada grupo familiar, y en particular podremos observar el uso que las familias han realizado de las SICAV, sociedades de inversión mobiliaria en capital variable, que permiten, más allá de ciertas ventajas fiscales, agrupar los valores mobiliarios que la familia posee.

Finalmente, en cuanto al uso de la información de actividad sectorial de las empresas, utilizaremos la información disponible sobre las inversiones en sociedades inmobiliarias de las familias. Ligado con la enorme expansión de la actividad inmobiliaria en España hasta bien entrado el año 2006, y dado que disponemos de datos del año 2005, podremos analizar si los grupos familiares han utilizado las inversiones inmobiliarias como manera de diversificar su actividad o bien como fórmula de ubicación de los excedentes empresariales generados por su actividad principal.

Otra información importante para los objetivos que nos fijamos en este artículo es la que concierne a los consejos de administración de las empresas. La base de datos Informa identifica todos los administradores de las sociedades de nuestra muestra, así como quien ocupa los distintos cargos existentes en un consejo de administración.

Para nuestro objeto de estudio, la estructura con la que se distingue legalmente a las personas en España (el nombre y dos apellidos) resulta muy útil para realizar una aproximación al grado de implicación de los distintos miembros de la familia en las empresas a través de la información propor-



cionada por los consejos de administración. Con un simple procedimiento de recuento y comparación de los apellidos, podemos orientarnos sobre el grado de parentesco de los distintos miembros del consejo de administración, saber cuántos hermanos y cuántos familiares con otra relación de parentesco forman parte del mismo, identificar si algunos de éstos preside el consejo de administración, actúa como consejero delegado, etc.

### 3. ESTRUCTURA EMPRESARIAL DE LOS GRUPOS FAMILIARES

La aplicación del método mencionado en el epígrafe 2.1 nos ha llevado a la construcción de una base de datos que consta de 3.975 empresas en total para los 103 socios pertenecientes a finales de 2006 al IEF.<sup>2</sup> La primera característica de los grupos familiares de nuestra muestra que podemos reseñar es que estos grupos tienden a organizarse a través de un número considerable de empresas. En promedio, cada grupo familiar se estructura en 38 sociedades, de dimensiones muy dispares y dedicaciones sectoriales muy diversas. El valor central de la distribución del número de sociedades por grupo familiar es de 28. Esta disparidad entre el promedio y el valor central de la distribución es consecuencia del sesgo que introducen unos pocos grupos familiares, que organizan su actividad a través un gran número de empresas. Como muestra el gráfico n.º 1, unos pocos grupos familiares están compuestos por un conjunto de empresas superior a 100.

<sup>2</sup> El total de 3.975 no incluye las empresas que son filiales de otras empresas del mismo grupo familiar en las que no aparezcan administradores de la familia, de acuerdo con el método explicado anteriormente.

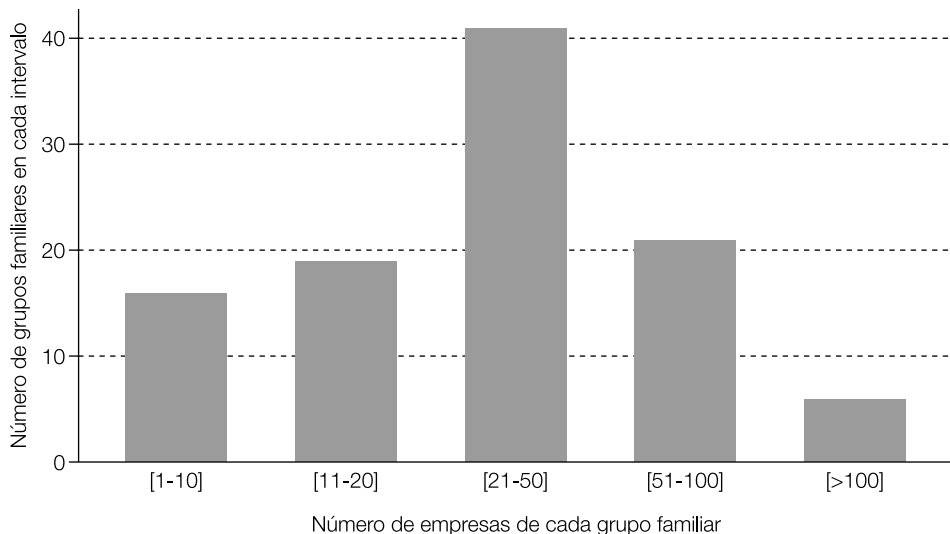
El cuadro n.º 1 proporciona información sobre la estructura de los grupos familiares por número de empresas, tamaño medio de las mismas e importancia relativa del número de sociedades de cartera, sociedades cotizadas y sociedades inmobiliarias en el grupo. En la parte superior del cuadro n.º 1, los datos proporcionados son los valores promedio, mientras la parte inferior proporciona valores medianos. Dado que en el análisis que hemos realizado el tamaño del grupo familiar es una variable relevante, se ha dividido la muestra de 103 grupos familiares en cuatro niveles de tamaño, en función de la distribución de los activos de cada grupo familiar en el conjunto de la muestra, que presentan disparidades de tamaño considerable. Para mantener la homogeneidad de tamaño entre los grupos familiares asignados a cada nivel de tamaño, el grupo 1 (de menor tamaño) incluye 52 grupos familiares, cuyo activo medio es de 442 millones de euros. Un segundo nivel de tamaño, con valor medio del activo del orden de los 1700 millones está formado por 23 grupos familiares, y 19 integran el tercer nivel de dimensión, con un activo medio de 4.656 millones de euros. Finalmente, la agrupación de los 9 mayores grupos familiares recoge el cuarto nivel de la distribución con un valor medio de activo por grupo del orden de los 21 mil millones de euros.<sup>3</sup>

Este cuadro muestra dos características interesantes de la estructura empresarial de los grupos familiares. En primer lugar, los grupos familiares más grandes (de acuerdo

<sup>3</sup> Si en lugar de observar en el cuadro n.º 1 los valores promedio de activo del grupo analizamos los valores medianos, vemos que las disparidades de tamaño son similares. Los puntos de corte de los niveles están en los 898 millones de euros, 2.063 millones de euros y 8.068 millones de euros, separando las cuatro agrupaciones de tamaño mostradas.

Gráfico n.º 1

### Distribución del número de grupos familiares según el número de empresas que lo componen



Nota: Estos valores no incorporan ningún tipo de ponderación del tamaño de las empresas ni del sector al que pertenecen

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

con nuestro criterio de activo total del grupo empresarial) se estructuran a través de un mayor número de empresas. Pero este mayor número de empresas no se traduce en empresas de menor tamaño, sino que el tamaño de las empresas también crece con el tamaño del grupo.

El índice de Herfindahl de los grupos familiares (calculados como la suma de los cuadrados de la ratio activo de cada empresa/activo total del grupo) permite evaluar el grado de concentración de la actividad de un grupo empresarial alrededor de unas pocas empresas. Los grupos menores tienen un índice de Herfindahl notablemente mayor que el resto de los grupos, lo que corrobora

lo que ya señalábamos en el párrafo anterior, a saber, que estos grupos concentran su actividad en unas pocas empresas. El índice de Herfindahl repunta solamente de manera ligera para los grupos de mayor tamaño, bajo dos efectos contrapuestos: como ya hemos visto, estos grupos contienen un número de empresas mucho mayor que el resto, lo que hace que el índice de Herfindahl se reduzca; pero a esto se contrapone, como veremos al comentar el cuadro n.º 2, que estas familias controlan grandes empresas cotizadas que concentran gran parte de los activos del grupo.

Todos los grupos familiares muestran una reducida dispersión geográfica de las

Cuadro n.º 1

**Estructura de los grupos familiares por número de empresas, tamaño medio de las mismas e importancia relativa del número de sociedades de cartera, sociedades cotizadas y sociedades inmobiliarias en el grupo**

Valores promedio

Agrupación de tamaño	Nº grupos familias	Nº medio de empresas	Activo medio empresa (mill de €)	Activo medio grupo (mill €)	Edad media	Nº sicav	Nº cotizadas	Nº inmobiliarias	Herfindahl	Concentración provincia
1	52	19,37	22,8	442	18,25	0,33	0,10	2,44	0,34	0,83
2	23	44,26	38,6	1.707	16,84	2,17	0,22	7,78	0,21	0,75
3	19	51,89	89,7	4.656	16,92	1,11	0,47	9,26	0,21	0,75
4	9	107,11	197,7	21.173	15,97	3,67	2,44	18,33	0,24	0,81
Total	103	38,59	54,0	2.083	17,49	1,17	0,40	6,28	0,28	0,80

Valores mediana

Agrupación de tamaño	Nº grupos familias	Nº medio de empresas	Activo medio empresa (mill de €)	Activo medio grupo (mill €)	Edad media	Nº sicav	Nº cotizada	Nº inmobiliarias	Herfindahl	Concentración provincia
1	52	15	19,2	287	17,56	0	0	2	0,28	0,89
2	23	36	36,0	1.480	16,62	1	0	5	0,19	0,78
3	19	53	62,7	2.680	15,40	1	0	5	0,18	0,76
4	9	73	190,6	12.200	15,08	2	3	11	0,27	0,89
Total	103	28	31,8	864,2	16,06	0	0	3	0,21	0,83

Nota: El índice de Herfindahl es el grado de concentración o dispersión del grupo alrededor de unas pocas empresas. Un valor igual a 1 es indicativo del máximo nivel de concentración (en una sola empresa) y niveles cercanos a cero son indicativos de un grupo formado por múltiples empresas, cada una con una importancia relativa parecida.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

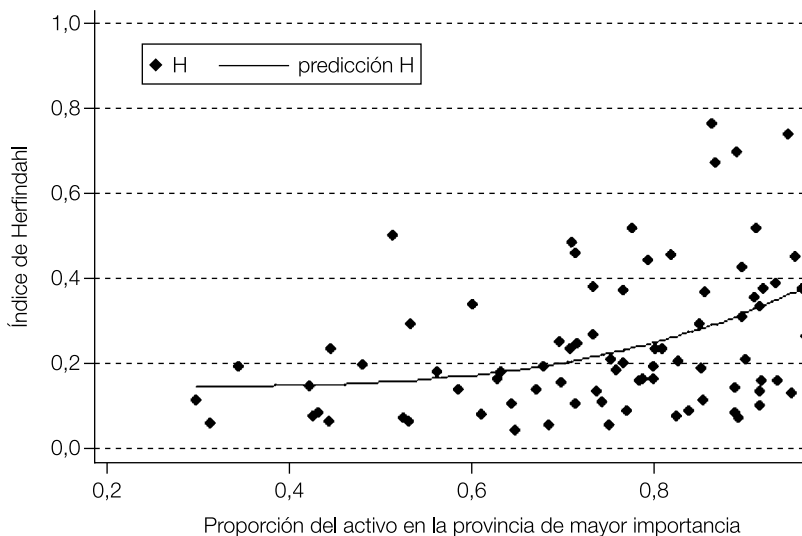
sedes centrales de sus sociedades. En promedio, el 80% de las sociedades de un grupo familiar tienen su sede social en la misma provincia. Una mayor concentración provincial de los grupos familiares está relacionada positivamente con el grado de concentración de la actividad del grupo, medido por el índice de Herfindahl calculado anteriormente (gráfico n.º 2).

Como ya señalábamos en la introducción, no es infrecuente que una familia controle una empresa cotizada. En nuestra muestra, una cuarta parte de los grupos fa-

miliares contiene al menos una empresa cotizada (a veces más de una). Efectivamente, en el cuadro n.º 2 se ve cómo los 9 grandes grupos familiares controlan al menos una gran empresa cotizada (que suele ser la mayor empresa del grupo) lo cual en gran medida explica el tamaño, medido por el volumen de activo, de estos grupos. Incluso entre los grandes grupos familiares, estas empresas cotizadas solamente suman la mitad de los activos totales de los grupos, lo que significa que las otras empresas de estos grupos también son empresas de un tamaño considerable.

Gráfico n.º 2

**Relación entre el grado de concentración de las empresas (índice de Herfindahl) y la proporción del activo de las sociedades del grupo familiar localizadas en la provincia de mayor importancia**



Nota: El índice de Herfindahl es el grado de concentración o dispersión del grupo alrededor de unas pocas empresas. Un valor igual a 1 es indicativo del máximo nivel de concentración (en una sola empresa) y niveles cercanos a cero son indicativos de un grupo formado por múltiples empresas, cada una con una importancia relativa parecida.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

Cuadro n.º 2

**Estructura de los grupos familiares según la existencia o no de sociedades cotizadas**

Agrupación de tamaño	Total grupos familiares		Grupos familiares con sociedades cotizadas		
	Número	Activo (1) (%)	Número	Activo (1) (%)	Ranking sociedad mayor (2)
1	52	1,36	5	14,10	9,2
2	23	4,58	4	26,36	8,3
3	19	13,13	8	31,17	2,1
4	9	51,11	9	51,11	1,2
Total	103	8,60	26	34,05	4,1

Nota: (1) Valores medios del porcentaje del activo en sociedades cotizadas para todo el conjunto de grupos familiares y para los grupos que tienen una o más sociedades cotizadas entre sus empresas. (2) El ranking de sociedad recoge el promedio del ranking (1=mayor empresa) que ocupa la mayor sociedad cotizada en cada uno de los grupos familiares.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

Los restantes grupos empresariales de la muestra presentan con poca frecuencia una empresa cotizada (solamente 17 de estos 94 grupos las tienen). Como es natural, la poca presencia de empresas cotizadas en estos grupos, y la reducida dimensión relativa de éstas, hace que sus activos sean una proporción poco importante de los activos totales de estos grupos. Pero lo que es notable es que para estas familias, la empresa cotizada es relativamente poco importante en el grupo, tanto por el total de activos que acumula como por su peso relativo comparado con otras empresas del grupo. Dicho de otra manera, las familias de nuestra muestra controlan y gestionan empresas no cotizadas mucho mayores que algunas empresas que cotizan en bolsa.

Las sociedades de cartera son una forma de estructurar el grupo empresarial familiar,

mediante la posesión de los valores mobiliarios de las empresas controladas en una sociedad. El cuadro n.º 3 contiene información sobre las sociedades de cartera en los grupos familiares. Entre los grupos mayores es frecuente disponer de al menos una sociedad de cartera, aunque sus activos tienen relativamente poco peso en el conjunto del grupo, lo cual nos indica que las familias acumulan la mayor parte de su riqueza financiera en las empresas que propiamente definen la actividad a la que se dedican. Solamente una pequeña proporción de los grupos menores disponen de sociedades de cartera. Sin embargo, para aquellos grupos que disponen de ellas, acumulan un porcentaje considerable del total de activos del grupo (alrededor de un 10% del total).

Finalmente, el cuadro n.º 4 contiene información sobre las sociedades inmobilia-

Cuadro n.º 3

### Estructura de los grupos familiares según la existencia o no de sociedades de cartera

Agrupación de tamaño	Total grupos familiares		Grupos familiares con sociedades de cartera		
	Número	Activo (1) (%)	Número	Activo (1) (%)	Ranking sociedad mayor (2)
1	52	1,97	10	10,24	7,2
2	23	4,09	17	5,54	12,8
3	19	3,11	12	4,93	17,7
4	9	1,12	7	1,44	28,6
Total	103	2,58	46	5,78	15,2

Nota: (1) Valores medios del porcentaje del activo en sociedades de cartera para todo el conjunto de grupos familiares estudiados y para los grupos que tienen una o más sociedades de cartera entre sus empresas. (2) El ranking de sociedad recoge el promedio del ranking (1=mayor empresa) que ocupa la mayor sociedad de cartera en cada uno de los grupos familiares.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

Cuadro n.º 4

### Estructura de los grupos familiares según la existencia o no de sociedades inmobiliarias

Agrupación de tamaño	Total grupos familiares		Grupos familiares con sociedades inmobiliarias		
	Número	Activo (1) (%)	Número	Activo (1) (%)	Ranking sociedad mayor (2)
1	52	9,86	39	13,15	6,9
2	23	17,32	22	18,10	10,0
3	19	15,57	18	16,44	8,6
4	9	29,04	9	29,04	3,6
Total	103	14,26	88	16,69	7,7

Nota: (1) Valores medios del porcentaje del activo en sociedades cotizadas para todo el conjunto de grupos familiares estudiados y para los grupos que tienen una o más sociedades inmobiliarias entre sus empresas. (2) El ranking de sociedad recoge el promedio del ranking (1= mayor empresa) que ocupa la mayor sociedad inmobiliaria en cada uno de los grupos familiares.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

rias de los grupos familiares. El hecho más remarcable es que 88 de 103 grupos disponen al menos de una de ellas. Dado que para la gran mayoría de estos grupos la actividad principal de la empresa cabecera del grupo está muy alejada de la actividad inmobiliaria, cabe deducir que para muchos de estos grupos las sociedades inmobiliarias son básicamente sociedades patrimoniales.

Ciertamente, los datos agregados muestran que estas sociedades acumulan un porcentaje muy elevado de los activos totales de los grupos. Sin embargo, esta información debe ser tratada con cautela: téngase en cuenta que, para algunos grupos de la muestra, la actividad inmobiliaria sí forma parte de las actividades estratégicas del grupo, y en este caso suelen tratarse de empresas de un tamaño considerable. Solamente un estudio detenido de cada grupo empresarial, que sea capaz de afinar en el

papel de cada sociedad inmobiliaria en cada grupo familiar, permitirá distinguir entre el papel estratégico y el papel patrimonial de estas sociedades en los grupos.

#### 4. ESTRUCTURA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

El método aplicado en la construcción de los grupos familiares proporciona también información sobre los consejos de administración de las empresas del grupo, lo que permite estudiar cómo estructuran las familias el control y la gestión, tanto de las empresas de cada grupo, como del grupo familiar en su conjunto.

El cuadro n.º 5 contiene información sobre el tamaño de los consejos de administración. No se aprecian diferencias en el número medio de consejeros por empresa según el tamaño del grupo y tampoco parece estar relacionado con el número de

Cuadro n.º 5

### Estructura de los órganos de gobierno de los grupos familiares y sus empresas

Valores medios

Agrupación de tamaño	Grupos familiares	Número de empresas	Número administradores del grupo	Número administradores de la empresa
1	52	19,37	93,38	5,20
2	23	44,26	217,39	5,24
3	19	51,89	258,47	5,13
4	9	107,11	593,22	5,70
Total	103	38,59	195,20	5,33

Nota: Clasificación del tamaño del grupo familiar según el volumen de activo de sus estados de cuentas a finales de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

empresas que componen el grupo. Y esto ni siquiera para los grupos más grandes, que incluyen empresas cotizadas con consejos de administración más amplios al tener que dar representación a un mayor número de grupos de accionistas.

El resto de cuadros proporcionan información sobre la estructura de las relaciones familiares en los órganos de gobierno de los grupos familiares. La clasificación de los 20.106 administradores que forman parte de los consejos de las sociedades analizadas en función de su grado de parentesco con el socio del IEF (que es el miembro de referencia de la familia en nuestra base de datos) se observa en el cuadro n.º 6. Este cuadro nos muestra que, sin lugar a dudas, la representación de la familia en las empresas no se ciñe a una sola persona por empresa, sino que incluye a distintos miembros de la familia: hermanos, hijos, primos, etc.

La familia ocupa una proporción reducida de los puestos de los consejos de administración, del orden del 20% del total. Esto puede ser debido a dos razones que no se excluyen entre sí. Una primera explicación es que las familias llevan a cabo muchos proyectos empresariales con socios que no pertenecen a la familia, y que lógicamente también participan en los consejos de administración. Otra posible explicación es que las familias de la muestra han profesionalizado la gestión, y en la medida que los consejos de administración son a la vez órganos de control y de gestión, aparecen en ellos numerosos directivos y cargos de confianza que no pertenecen a la familia. Por el momento, la información de la que disponemos no nos permite valorar cuál de estas dos explicaciones es más plausible. Sin embargo, sí se observa que el propio socio de referencia ocupa más de 7 puestos como consejero en promedio en cada

Cuadro n.º 6

**Estructura de las relaciones familiares en los órganos de gobierno de los grupos familiares**

Relación con el socio IEF	Administradores		
	Número	%	% Acumulado
No relación	16.125	80,20	80,20
Apellido	1.782	8,86	89,06
Hermanos	1.444	7,18	96,24
Socio IEF	755	3,76	100,00
Total	20.106	100,00	

Nota: La aproximación a los vínculos familiares se mide por las relaciones de los administradores con el socio de referencia del grupo en el IEF. Se computan las frecuencias en la que el propio socio del IEF aparece en los consejos, cuando figura una hermana o hermano o bien cuando figura algún consejero con el que coincide uno de los dos apellidos. Finalmente se incluyen los datos de los consejeros que carecen de alguna de las relaciones mencionadas.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.



grupo empresarial, lo que representa un 3,76% del total de consejeros. Estas cantidades se doblan si se trata de hermanos del socio de referencia, de modo que la proporción conjunta supera el 10% del total de consejeros. Sin embargo, estas proporciones y valores medios no son indicativos de la relevancia de las empresas en las que ocupan cargos.

El cuadro n.º 7 permite refinar las observaciones que sugiere el cuadro n.º 6. Las dos primeras columnas muestran que, como seguramente cabía esperar, la familia participa con más intensidad en los consejos de administración de las empresas más relevantes del grupo. Esto sucede para todas las relaciones, lo que corrobora que la implicación de la familia en el control y gestión del grupo empresarial no concierne solamente a unos pocos miembros. De todas maneras, incluso para las empresas más

importantes del grupo se comprueba la destacada participación en los consejos de administración de personas que no pertenecen a la familia.

Atendiendo al máximo cargo de la empresa (tercera columna del cuadro n.º 7) llegamos a conclusiones similares: dada la importancia del cargo, se acentúa la participación de la familia; esta participación afecta a varios miembros de la familia, con lo que se confirma la implicación de toda la familia en la gestión del grupo; y seguimos observando un alto número de cargos principales ocupados por gente ajena a la familia.

El cuadro n.º 7 indica cómo varía el número de cargos ocupados por la familia en función de la importancia de la empresa, y cuantas veces ocupa la familia el cargo principal, pero no indica la importancia de la empresa en la que una determinada per-

Cuadro n.º 7

**Relación entre los administradores según el vínculo familiar y la importancia del cargo en los órganos de gobierno y la empresa**

Relación con el socio IEF	Importancia de la empresa en el grupo		Importancia cargo en la empresa	
	3 primeras empresas grupo	restantes empresas grupo	Presidente / máximo ejecutivo	Restantes administradores
No relación	74,23	80,99	66,16	83,66
Apellido	11,78	8,47	11,22	8,28
Hermanos	8,69	6,98	11,17	6,20
Socio IEF	5,30	3,55	11,45	1,86

Nota: La relevancia de la empresa en el grupo distingue si forman parte de una de las 3 mayores empresas del grupo. La importancia relativa del cargo se mide por si ocupan o no la presidencia del consejo de administración. La aproximación a los vínculos familiares se mide por las relaciones de los administradores con el socio de referencia del grupo en el IEF. Se computan las frecuencias en la que el propio socio del IEF aparece en los consejos, cuando figura una hermana o hermano o bien cuando figura algún consejero con el que coincide uno de los dos apellidos.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de BvD.

sona ocupa el máximo cargo de la empresa. El cuadro n.º 8 corrige esta última información por la importancia relativa de la empresa en el grupo familiar. Ordenando de 1 a N la relevancia de cada empresa en el grupo familiar, en función de su volumen de activo, los valores cercanos a la unidad son sinónimos de ocupar cargos en empresas importantes del grupo. Los datos del cuadro n.º 8 muestran los valores promedio del ranking para cada nivel de tamaño del grupo familiar. Así, el promedio de 14 para los socios del IEF indica que de media los socios del IEF ocupan cargos en la empresa 14ª del grupo. Este mismo valor para los que no pertenecen a la familia sería ocupar puestos en la empresa 23ª, indicativo de que la familia tiende a ocupar el cargo más importante en las empresas principales del grupo y los miembros ajenos a la familia tienen un papel mucho menos destacado en estas empresas. No es inmediato extrapolar si estas personas ajenas a la familia son

gestores profesionales o socios financieros que ocupan cargos en razón de su participación en el capital. Sin embargo, los resultados que se muestran en el cuadro n.º 8 inclinan a pensar que se puede tratar de apertura a no familiares, que no necesariamente tienen grandes participaciones del capital de la empresa y, por tanto, intuir que hay una parte importante de consejeros profesionales.

Llama la atención que la pérdida de peso de personas ajenas a la familia no se traduce en un aumento de la importancia de la familia en general, sino sobre todo en un aumento marcado del papel del socio del IEF, lo cual da a entender que esta persona ejerce un claro liderazgo en la familia.

En cualquier caso, estos datos muestran cómo la familia cede control y protagonismo en las empresas del grupo de menor importancia, para centrar su atención en las empresas más importantes.

Cuadro n.º 8

**Relación entre vínculos familiares de los administradores y la importancia relativa de la empresa en el grupo familiar**

Agrupación de tamaño	Orden empresa en el grupo familiar			
	No relación	Apellido	Hermanos	Socio IEF
1	11	7	9	6
2	18	16	16	21
3	25	23	28	18
4	51	98	41	20
Total	23	14	16	14

Nota: La importancia relativa de la empresa en el grupo familiar se mide por la posición en el ranking que ocupa dentro del grupo. Menores valores corresponden a una mayor importancia relativa de la empresa dentro del grupo en la que cada tipología de administrador ocupa un cargo.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

Esto lleva a plantear nuevas cuestiones que no podemos tratar con la información de que disponemos actualmente: ¿qué explica que la familia participe en empresas en las que no puede ejercer (o no se ve capaz de ejercer) el más alto nivel de control? ¿por qué no incorpora esta línea de negocio en alguna de las empresas principales?

Los cuadros n.º 9 y 10 proporcionan información sobre la distribución de los miembros del consejo de administración a lo largo del grupo empresarial. Hemos visto anteriormente (véase cuadro n.º 1) que los grupos empresariales de mayor tamaño (en cuanto a activo total del grupo) también están formados por más empresas. Y por otra parte, el cuadro n.º 8 daba a entender que el socio del IEF centraba su atención en las empresas principales del grupo. El cuadro n.º 9 corrobora este punto, al mostrar que el socio del IEF no aumenta su

participación en consejos de administración a medida que crece el número de empresas del grupo; al contrario, tiende a delegar el control de las empresas menores en otros miembros de la familia, que aumentan el número de consejos de administración en los que participan a medida que aumenta el número de empresas del grupo familiar.

En consonancia con este resultado, el cuadro n.º 10 muestra un procedimiento por el que la familia ejerce su control a lo largo del grupo. La mayoría de puestos en los consejos de administración están ocupados por personas que repiten como administrador en varias empresas del grupo. El socio del IEF repite en las empresas principales, mientras que otros miembros de la familia repiten en las demás empresas, de manera que parece producirse un reparto de las tareas de control de la familia a lo largo de las empresas del grupo.

Cuadro n.º 9

**Administradores de cada grupo que mantienen alguna relación familiar con el socio de referencia en el IEF**

Valores medios						
Agrupación de tamaño	Grupos familiares	Número medio de empresas	Número medio de administradores	Socio IEF	Hermanos	Apellido
1	52	19,37	93,38	6,38	15,25	19,65
2	23	44,26	217,39	21,11	19,67	20,43
3	19	51,89	258,47	16,87	55,59	27,61
4	9	107,11	593,22	11,49	10,26	41,07
Total	103	38,59	195,20	14,10	22,92	27,51

Nota: Se incluye el socio de referencia en el IEF.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

Cuadro n.º 10

**Media de veces que las empresas de un grupo repiten administradores**

Agrupación de tamaño	Medio	Máximo	No repiten	% Consejo con administradores diferentes
1	4,06	9,56	43,79	47
2	5,03	19,35	97,61	41
3	5,27	20,16	112,32	46
4	4,45	22,56	268,22	47
Total	4,53	14,83	88,06	46

Nota: Se muestran los valores promedio por cada grupo de tamaño y también la media del valor máximo de administradores que repiten en varios consejos en cada grupo. También se muestran los números medios de individuos que ocupan únicamente un consejo dentro de un grupo familiar. Este valor en relación al tamaño del consejo del grupo (la suma total de asientos en todos sus consejos de administración) aparece en la última columna, que recoge el porcentaje de administradores que no repiten.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sabi de B&D.

## 5. CONCLUSIONES

El estudio de los 103 grupos empresariales pertenecientes a la asociación Instituto de Empresa Familiar (IEF) ha revelado varios aspectos organizativos de interés. Hemos visto cómo los grupos organizan su actividad en múltiples empresas, con una menor dispersión de la actividad en los grupos de menor tamaño.

El estudio ha permitido también analizar cómo estructuran las familias el control y la gestión del grupo empresarial. En particular, se ha detectado la participación de un número considerable de miembros de la familia en los consejos de administración, con una mayor presencia en las empresas más importantes. Además, los miembros de la familia siguen unas pautas de comportamiento a la hora de intervenir en los consejos de administración, con el

cabeza de familia en las empresas principales del grupo.

Los resultados obtenidos sugieren futuras líneas de investigación, especialmente por lo que respecta a la relación existente entre estructura empresarial del grupo e implicación de la familia en su control y gestión.

Parte de la investigación futura podrá basarse en gran medida en la base de datos utilizada para realizar este trabajo. Así, por ejemplo, sería posible analizar el papel de las sociedades inmobiliarias en los grupos familiares estudiando con más detalle las que son fundamentales en la estrategia empresarial de la familia de las que son básicamente sociedades patrimoniales.

Otras extensiones del presente trabajo, en cambio, requerirán otras fuentes de información. Entre las líneas de investigación que sería interesante proseguir podríamos

señalar el análisis del impacto de la generación en la que actualmente se encuentra cada familia sobre la forma que adquiere la estructura empresarial y de control del grupo familiar.

Asimismo, sería interesante analizar las pautas de incorporación de miembros ajenos a la familia en los consejos de administración, y distinguir entre gestores profesionales y socios en proyectos empresariales.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCALDE FRADEJAS, N.; GALVE GÓRRIZ, C. Y SALAS FUMÁS, V. (2001): «Análisis económico y financiero de la gran empresa familiar». *Revista valenciana de economía y hacienda*, 1: 183-198
- ANDERSON, R. C. Y REEB, D. M. (2003): «Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500». *Journal of Finance*, 58:3, 1301-28.
- BENNETSÉN, M., NIELSEN, K. M; PÉREZ-GONZÁLEZ, F. Y WOLFENZON, D. (2007): «Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance». *Quarterly Journal of Economics*, 122:2, 647-91.
- BERTRAND, M., JOHNSON S.; SAMPHANTHARAK, K. Y SCHOAR, A. (2008): «Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families Behind Them.» Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=687299>.
- BERTRAND, M. Y SCHOAR, A. (2006): «The Role of Family in Family Firms». *Journal of Economic Perspectives*, 20: 2, 73-96.
- FACCIO, M. Y LANG, L. (2002): «The Ultimate Ownership in Western European Corporations». *Journal of Financial Economics*, 65:2, 365-95.
- GALVE GÓRRIZ, C. Y SALAS FUMÁS, V. (2005): «Family Ownership and Performance: The Net Effect of Productive Efficiency and Growth Constraints» ECGI - Finance Working Paper 66/2005. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=664538>
- JAMES, H. (2008): «Family Values or Crony Capitalism?». *Capitalism and Society*, 3:1, disponible en: <http://www.bepress.com/cas/vol3/iss1/art5>
- MORCK, R. (2008): «Comment on «Family Values or Crony Capitalism?» (Harold James).» *Capitalism and Society*, 3:1, disponible en: <http://www.bepress.com/cas/vol3/iss1/art2>
- PÉREZ-GONZÁLEZ, F. (2006): «Inherited Control and Firm Performance.» *The American Economic Review*, 96:5, 1559-1588.
- SRAER, D. Y THESMAR, D. (2007): «Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market.» *Journal of the European Economic Association*, 5:4, 709-51.
- VILLALONGA, B. Y AMIT, R. (2006): «How do family ownership, management, and control affect firm value?» *Journal of Financial Economics*, 80:2, 385-417.

# *El caso de CIE Automotive.*

## *El crecimiento de un grupo empresarial mediante la internacionalización*

El crecimiento empresarial es uno de los fenómenos empresariales objeto de estudio con una mayor cantidad de enfoques analíticos y de ámbitos de decisión. El trabajo que se presenta está relacionado con la estrategia de internacionalización, que se ha convertido en uno de los vectores clave de crecimiento más utilizado por las empresas en este entorno actual cada vez más globalizado. El crecimiento, en general y la internacionalización, en particular, como fenómenos empresariales con muchos matices requieren de métodos de investigación que sean capaces de recoger toda su complejidad. Nuestro objetivo en este trabajo es analizar un caso ilustrativo de crecimiento de un grupo empresarial a través de la internacionalización, el caso de CIE Automotive, utilizando un modelo estratégico de internacionalización como modelo teórico y un diseño metodológico para el empleo del estudio de casos en la investigación científica.

*Enpresa-hazkundera da, aztergai diren enpresa-gertakarien artean, azterketa-ikuspegi eta erabakieremu gehien onartzen dituenetako bat. Aurkezten den lana lotuta dago nazioartekotzearen estrategiarekin, eta hazkunderaren bektore gakoetako bat bihurtu da, enpresek gehien erabiltzen duten bektoreetako bat, gero eta globalizatuagoa dagoen oraingo ingurune honetan. Hazkundera, oro har, eta nazioartekotzea, bereziki, ñabardura askoko enpresa-gertakariak direnez, ikerketako metodo bereziak eskatzen dituzten, konplexutasun guztia jasotzeko gai izango direnak. Gure helburua lan honetan enpresa-talde batek nazioartekotzearen bidez izandako hazkunderari buruzko adibide bat aztertzea da, CIE Automotive-ren kasua, hain zuzen ere, eredu teorikotzat nazioartekotzeko eredu estrategiko bat erabiliz, eta diseinu metodologiko bat, ikerketa zientifikoko kasuen azterketan erabiltzeko.*

Business growth is one of the business phenomena that is an object of study with a large quantity or analytic approaches and decision environments. This paper studies the internationalization strategy, transformed into one of the key growth vectors more frequently used by the companies in this ever more globalized environment. Growth, in general, and internationalization, more precisely, as a business phenomena with many shades requires research methods which are able to collect all their complexity. Our aim in this paper is to analyse an illustrative case of business group growth through internationalization. CIE Automotive is an example of using the strategic internationalization model as a theoretic model and methodology design to study the cases in the scientific research.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Diseño metodológico del estudio de casos
  3. Marco teórico: modelo estratégico de internacionalización
  4. El caso de CIE Automotive
  5. Consideraciones finales
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: estudio de caso, crecimiento empresarial, internacionalización.

Keywords: case study, business growth, internationalization.

N.º de clasificación JEL: F23, M16, L25, O19.

### 1. INTRODUCCIÓN

El objeto de estudio del presente trabajo es el crecimiento de un grupo empresarial a través de la estrategia de internacionalización. La temática de este objeto respondería a la cuestión genérica, ¿cómo crece la empresa al internacionalizarse? Y pretendemos estudiarlo, considerando un marco actualizado y en su contexto real. La internacionalización, como fenómeno económico y estrategia empresarial, se caracteriza por una elevada complejidad conceptual y por una variada perspectiva analítica. Por ello, hemos establecido la dirección estratégica, disciplina científica englobada dentro de la ciencia de la Economía de la empresa, como marco conceptual y eje central de este trabajo, ya que nos permite afrontar la gestión empresarial de la internacionalización desde una perspectiva global, equilibrada, estructural, anticipada y reactiva.

La necesidad de contar con un modelo empresarial que sirva de guía para afrontar coherentemente cada una de las etapas del proceso de internacionalización y ayude a la reflexión y comprensión de este fenómeno nos ha llevado a utilizar un modelo de dirección estratégica para la internacionalización de la empresa, que permita establecer las estrategias de internacionalización más convenientes para que la empresa logre un crecimiento equilibrado en los actuales entornos globalizados. El modelo estratégico de internacionalización (MEI) propuesto como marco teórico en este trabajo es «el modelo de las diez estrategias» (Villarreal, 2008).

Este modelo está construido sobre una sólida revisión teórica de la internacionalización de la empresa y la empresa multinacional (Villarreal, 2005, 2007; Villarreal *et al.*, 2006), sobre numerosas experiencias reales basadas en entrevistas personales a directivos de multinacionales vascas (Villarreal

*et al.*, 2004) y sobre una investigación científica realizada a través de un estudio de casos contemporáneo múltiple de carácter holístico, aplicado con resultados satisfactorios (Villarreal, 2007), en el que se analizaron cuatro casos sobre internacionalización de empresas. En dicho modelo establecemos las diferentes variables de gestión de la estrategia de internacionalización en un esquema general de dicha estrategia, tratando de plantear todas las posibles opciones de dichas variables de forma separada, aunque estos diferentes ámbitos de la estrategia de internacionalización requieran de una coherencia estratégica que sólo es posible obtener con la consideración conjunta de dichas decisiones y la interdependencia de todas ellas.

La metodología empleada en este trabajo es el estudio de casos contemporáneo, que se ha consolidado como estrategia de investigación a través de los trabajos de Yin (1989, 1993, 1994, 1998), y de Eisenhardt (1989, 1991), y que han tenido continuidad en los trabajos<sup>1</sup> de Stoeker (1991), Hamel (1992), Hamel *et al.* (1993), Stake (1994), Maxwell (1996, 1998) y Fong (2002, 2005). El diseño metodológico propuesto en este trabajo para el empleo del estudio de casos en la investigación (Villarreal y Landeta, 2007)<sup>2</sup> se representa y especifica en sus distintas etapas en el siguiente apartado

---

<sup>1</sup> Destacan asimismo las valiosas aportaciones de varios investigadores nacionales: Ruiz (1996), Rialp (1998), Sarabia (1999), Bonache (1999), Arias (2003), Oltra (2003), Rialp *et al.* (2005a, 2005b), Cepeda (2006) y Vaillant *et al.* (2006).

<sup>2</sup> El trabajo «El estudio de casos como metodología de investigación científica en Economía de la empresa y dirección estratégica» fue presentado en el XXI Congreso Nacional y XVII Congreso Hispano-Francés de la Academia Europea de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM) celebrado en Madrid (España) los días 6, 7, y 8 de Junio de 2007, siendo concedido al mismo el primer premio de metodología (Premio FESYDE Investigador 2007) en Economía de la empresa.

(gráfico n.º 1) y ha sido aplicado con resultados satisfactorios (Villarreal, 2007).

La unidad de análisis del presente trabajo es CIE Automotive. Se trata de una empresa vasca (sociedad anónima que cotiza en bolsa) con sede social en Bilbao (Bizkaia), con unas ventas agregadas de 1.057 millones de euros en 2007, con más de 12.000 personas empleadas en medio centenar de plantas localizadas en 11 países, y cuyo sector de actividad principal<sup>3</sup> es la fabricación y comercialización de componentes de automóvil y aceros especiales. Se define como un proveedor global de servicios integrales, componentes y subconjuntos para el mercado de automoción. CIE Automotive ha sido escogida como caso ilustrativo a analizar por tratarse de un claro ejemplo de grupo empresarial con un importante crecimiento a través de la estrategia de internacionalización (sintetizada en los cuadros n.º 2 y 3), que es nuestro objeto de estudio en el presente trabajo.

## 2. DISEÑO METODOLÓGICO DEL ESTUDIO DE CASOS

En palabras de Yin (1989), un estudio de casos sería «una investigación empírica que investiga un fenómeno contemporáneo en su contexto real, donde los límites entre el fenómeno y el contexto no se muestran de forma precisa, y en el que múltiples fuentes

---

<sup>3</sup> CIE Automotive ha afrontado desde el verano de 2006, la creación de un nuevo grupo (BIONOR), dedicado a la producción y comercialización de biodiesel, lo cual implica una mayor diversificación de actividades y la generación de una nueva unidad de negocio vinculada a la producción y comercialización de biocombustibles, y, por tanto, diferente de la de automoción. No obstante, en este trabajo se analiza exclusivamente la que ha sido su actividad tradicional y única hasta tiempos recientes y que nos permite realizar un estudio longitudinal de cierto recorrido.



Gráfico n.º 1

## Diseño metodológico del estudio de caso de una empresa multinacional (EMN) El grupo CIE Automotive

**Propósito:** Estudio de la validez del MEI para analizar el proceso de internacionalización y las estrategias de la EMN. Estudio de los factores clave causativos de la internacionalización y del comportamiento estratégico de EMN. Valoración del grado de coincidencia entre los comportamientos de la EMN y las proposiciones teóricas sobre el fenómeno.

**Marco conceptual y teórico:** Modelo estratégico de internacionalización (MEI) integrador de las perspectivas y enfoques teóricos sobre la internacionalización: T<sup>ra</sup> comercio internacional, T<sup>ra</sup> internacionalización, T<sup>ra</sup> de la EMN y la IDE (triangulación teórica).

**Unidad de análisis:** EMN con procesos de internacionalización consolidados.  
**Nivel de análisis:** holístico. **Selección de caso:** Cie Automotive.

**Métodos de investigación:** técnicas fundamentalmente cualitativas de contexto real.  
**Diseño de instrumentos y protocolos:** estudio de casos contemporáneo (Yin y Eisenhardt).

**Evidencia documental** (documentación y archivos)  
Interna: memorias, informes y estudios internos, páginas web y archivos de presentaciones.  
Externa: publicaciones, bases de datos SABI y CIVEX, medios de comunicación.

**Entrevistas:** a varios directivos múltiples, abiertas y cerradas: presencial con cuestionario abierto, cuestionario cerrado por e-mail, telefónico aclaratorio, presencial semiestructurada (en ocasiones grupal).

**Fase de campo:** recogida de datos desde noviembre de 2003 hasta 2007, uso de múltiples fuentes de datos (triangulación de evidencia).

**Observación directa:** visita guiada en la propia empresa, conferencias de los directivos impartidas en ámbitos profesionales.

**Artefactos físicos, tecnológicos y culturales:** archivos de imagen, grabaciones de entrevistas (función confirmatoria).

**Registro y clasificación de la evidencia:** transcripción de entrevistas, tabulación de datos, revisión documental. Examen, categorización y combinación de la evidencia según la estructura del MEI, generando una base de datos que facilite tanto el análisis individual de cada ámbito, como el global.

**Análisis individual de cada ámbito de decisión: operativa del análisis**  
Conexión entre las proposiciones teóricas estructuradas según el MEI y la evidencia recogida y clasificada del caso.

**Análisis global: estrategias analíticas**  
Búsqueda de patrón de comportamiento factorial y estratégico de la EMN, Cie Automotive, como muestra analítica (apoyo en las proposiciones teóricas) y no estadística, y creación de explicación teórica integrada a través de la comparación sistemática de la literatura estructurada en el MEI.

**Rigor y calidad del estudio:** validez (constructiva, interna y externa), fiabilidad y consistencia.  
**Composición y conclusiones generales:** respecto a la validez del modelo (MEI) propuesto para analizar la internacionalización y la multinacionalización de la empresa; a la internacionalización de la EMN; y a la integración y complementación del marco teórico sobre este fenómeno.  
**Implicaciones de la investigación** a nivel académico, empresarial e institucional.

Nota: IDE: inversión directa en el exterior.

Fuente: Elaboración propia.

de evidencia son usadas». Es obvio que estas circunstancias son habituales en la Economía de la empresa (Arias, 2003), haciéndose necesarios métodos que combinen información de distinta naturaleza simultáneamente: cualitativa y cuantitativa, subjetiva y objetiva, interna y externa.

El diseño de nuestra propuesta del método para la presente investigación empírica mediante el estudio de casos (Villarreal y Landeta, 2007), ha sido configurado a partir de las aportaciones más relevantes recogidas en la revisión de la literatura, enriquecido con nuestra propia experiencia (Villarreal *et al.*, 2004) y aplicado con resultados satisfactorios en un estudio de casos contemporáneo múltiple de carácter holístico (Villarreal, 2007), en el que se analizaron cuatro casos sobre internacionalización de empresas. Siguiendo las directrices señaladas por algunos de los principales trabajos teóricos sobre el estudio de casos como metodología de investigación y revisada su aplicación en el campo de la dirección y administración de empresas (Villarreal, 2007), hemos especificado un diseño para la presente investigación acorde a aquellos aspectos que han sido revelados como críticos, tanto para la coherencia del estudio, como para conseguir el rigor y la calidad metodológica exigible al mismo. De este modo, el diseño del presente estudio de caso de una empresa multinacional (EMN) se representa en el gráfico n.º 1 como composición de las propuestas teóricas recomendadas y como diseño específico aplicado al estudio de caso del grupo CIE Automotive.

### **3. MARCO TEÓRICO: MODELO ESTRATÉGICO DE INTERNACIONALIZACIÓN**

El modelo estratégico de internacionalización (MEI) propuesto como marco teórico

en este trabajo es «el modelo de las diez estrategias» (Villarreal, 2008). Desde la perspectiva global, equilibrada, estructural y anticipada de la dirección estratégica, hemos desarrollado un modelo de la estrategia de internacionalización que puede servir de guía para afrontar coherentemente cada una de las etapas y ámbitos de decisión que implica dicha estrategia, planteándola como una combinación de diez variables de gestión interdependientes.

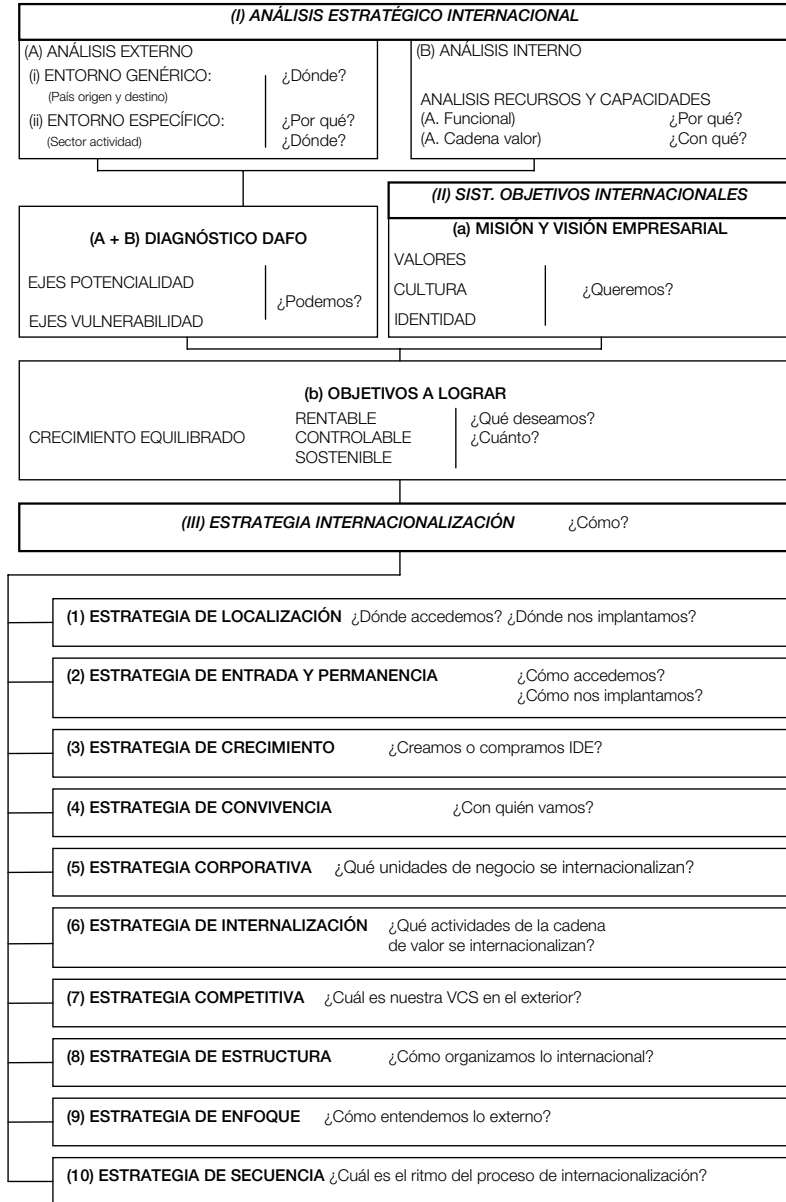
Dicho modelo permite comprender y estudiar el proceso de crecimiento a través de la internacionalización de la empresa. Estableciendo las diferentes variables de gestión de la estrategia de internacionalización en un esquema general de dicha estrategia, tratamos de plantear todas las posibles opciones de dichas variables de forma separada, aunque estos diferentes ámbitos de la estrategia de internacionalización requieran de una coherencia estratégica que sólo es posible obtener con la consideración conjunta de dichas decisiones y la interdependencia de todas ellas.

Gran parte del éxito en las actividades internacionales de la empresa radica en una adecuada dirección estratégica de su proceso de internacionalización. En este sentido, las clásicas etapas de análisis, formulación e implantación suponen, más allá de una serie de pasos secuenciales de obligado cumplimiento, un interesante marco de reflexión para la toma de decisiones en el ámbito internacional.

El «modelo de las diez estrategias», expuesto en los gráficos n.º 3 y 4, plantea la estrategia de internacionalización como una combinación de variables de gestión, que aplicaremos al caso CIE Automotive y considera la dimensión y el crecimiento empresarial como objetivos básicos del proceso.

Gráfico n.º 2

**Modelo estratégico de internacionalización de la empresa. Esquema general**



Nota: IDE: inversión directa en el exterior.  
 VCS: ventaja competitiva sostenible.

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico n.º 3

**Las diez estrategias de la internacionalización de la empresa**

<b>(III) ESTRATEGIA INTERNACIONALIZACIÓN</b>		¿Cómo?
<b>(1) ESTRATEGIA DE LOCALIZACIÓN</b> ¿Dónde accedemos? ¿Dónde nos implantamos?		VENTAJAS LOCALIZACIÓN
<b>(2) ESTRATEGIA DE ENTRADA Y PERMANENCIA</b> ¿Cómo accedemos? ¿Cómo nos implantamos?		EXPORTACIÓN (Indirecta o directa) ISI (Implantación servicios internacionales) ISE (Implantación de servicios exterior) IPE (Implantación productiva exterior)
<b>(3) ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO</b> ¿Creamos o compramos IDE?	CREC. INTERNO (Orgánico) CREC. EXTERNO (Fusión o adquisición)	
<b>(4) ESTRATEGIA DE CONVIVENCIA</b> ¿Con quién vamos?	SOLITARIO ACUERDO DE COOPERACIÓN (Licencia, subcontratación, empresa conjunta, consorcio, franquicia)	VENTAJAS PROPIAS VENTAJAS AJENAS
<b>(5) ESTRATEGIA CORPORATIVA</b> ¿Qué unidades de negocio internacionalizamos?	ESPECIALIZACIÓN DIVERSIFICACIÓN	SINERGIAS (Economías de alcance)
<b>(6) ESTRATEGIA DE INTERNALIZACIÓN</b> ¿Qué actividades de la cadena de valor se internacionalizan? (Localización eficiente)	APROVISIONAMIENTOS PRODUCCIÓN MARKETING LOGÍSTICA FINANCIACIÓN SERVICIO POSTVENTA I+D	SINERGIAS (Alcance de valor)  (Visión global de la cadena valor)
<b>(7) ESTRATEGIA COMPETITIVA</b> ¿Cuál es nuestra VCS en el exterior?	LIDERAZGO EN COSTES DIFERENCIACIÓN	VCS en cada UEN
<b>(8) ESTRATEGIA DE ESTRUCTURA</b> (Diseño de la estructura organizativa) ¿Cómo nos organizamos? ¿Cómo decidimos, nos coordinamos y controlamos?	FUNCIONAL (original o adaptada) MATRIZ - FILIAL MULTIDIVISIONAL PDTO.- PROCESO MULTIDIVISIONAL GEOGRAFICA MATICIAL, RED	
<b>(9) ESTRATEGIA DE ENFOQUE</b> ¿Cómo entendemos lo externo? (Presiones competitivas internacionales del sector)	GLOBAL MULTIDOMÉSTICO TRANSNACIONAL EXPORTADOR	Adaptación local Integración global
<b>(10) ESTRATEGIA DE SECUENCIA</b> ¿Cuál es el ritmo del proceso de internacionalización?		SECUENCIAL SIMULTANEO

Nota: UEN: unidad estratégica de negocio.

IDE: inversión directa en el exterior.

VCS: ventaja competitiva sostenible.

Fuente: Elaboración propia.

Este proceso está integrado por cuatro etapas, aunque en este trabajo nos centramos, básicamente, en la tercera fase (formulación estratégica):

- I) Análisis estratégico internacional. Se trata de efectuar un análisis estructural de doble perspectiva (externa e interna), teniendo en cuenta tres dimensiones (país, sector de actividad, empresa) de tal manera que obtengamos un diagnóstico de la situación entorno-empresa (A+B) utilizando la metodología DAFO: el análisis externo (A) incluye la dimensión «país» (origen y destino), y la dimensión «sector de actividad»; mientras que el análisis interno (B) requiere de la dimensión «empresa».
- II) Determinación del sistema de objetivos de las actividades internacionales. Se debe establecer un sistema de objetivos (b) perfectamente definidos que sirvan de guía (función apriorística) y de control (función permanente y a posteriori) de las actividades internacionales de la empresa. Este sistema de objetivos está, lógicamente, relacionado con los motivos que determinan la internacionalización de la empresa, de tal manera que se transmita a través del mismo el efecto motivacional. Dicho sistema estará determinado por el diagnóstico entorno-empresa y por la propia misión (a) de la empresa.
- III) Formulación de la estrategia internacional. Se trata de plantear cómo la empresa desarrolla la estrategia de internacionalización a lo largo de diferentes ámbitos estratégicos: 1) estrategia de localización, 2) estrategia de entrada y permanencia, 3) estrategia

de crecimiento, 4) estrategia de convivencia, 5) estrategia corporativa, 6) estrategia de internalización, 7) estrategia competitiva, 8) estrategia de estructura, 9) estrategia de enfoque, 10) estrategia de secuencia. La clasificación de la estrategia de internacionalización en estos diferentes ámbitos en absoluto predispone la consideración de dichas decisiones como si fueran independientes. Es absolutamente imprescindible la interdependencia de todas estas estrategias.

- IV) Implantación de la estrategia internacional. Se trata de implementar correctamente el proceso de internacionalización de forma que la coherencia de la estrategia internacional se encauce de forma operativa.

#### 4. EL CASO DE CIE AUTOMOTIVE

El caso de CIE Automotive es un caso descriptivo e ilustrativo de crecimiento empresarial. Se trata de un grupo empresarial en el cual no es fácil identificar el origen primigenio del mismo porque nace y se desarrolla con la suma de muchas voluntades empresariales y con el crecimiento externo (fusiones y adquisiciones) como principal medio catalizador de su nacimiento y de su regeneración. Incluso sus siglas (CIE), que fueron un acrónimo inicialmente (1996), son desde 2002 su denominación sustantiva. CIE Automotive ha integrado a través de diversas operaciones repartidas en el tiempo, sociedades vascas con solera y tradición, con distintos orígenes (algunas muy antiguas), que, a su vez, habían incorporado distintas empresas vascas y habían extendido sus dominios a varias empresas situadas fuera del País Vasco (fundamen-

talmente, españolas, aunque también alguna extranjera). Por esta razón, los antecedentes de CIE Automotive se asimilan a las raíces de un fuerte árbol en continuo crecimiento o a los múltiples afluentes de un caudaloso río y, de esta forma (permítanos esta licencia), quien los trata de estudiar se siente un poco como el Dr. Livingstone buscando el origen del Nilo. En cualquier caso, entre las muchas operaciones de crecimiento orgánico, de crecimiento externo y de alianzas empresariales que han moldeado lo que hoy en día es CIE Automotive, sobresalen dos grandes acuerdos que inciden profundamente en la estructura y filosofía de CIE Automotive: uno acontecido en 1996, el nacimiento de Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive y el otro ocurrido en 2002, la fusión entre la Corporación Industrial Egaña y Afora S.A. (Grupo GSB).

De esta forma, se considera que CIE Automotive nace en 1996 como Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive al materializarse el acuerdo entre Javier Egaña y el INSSEC<sup>4</sup> (actual máximo accionista). La primera de las partes lograba la garantía de un futuro para su empresa Egaña S.A. y para todos sus trabajadores, y la segunda obtenía la «semilla» para su proyecto empresarial: la creación de un gran grupo empresarial vasco de referencia en el sector de automoción a escala mundial.

Como a lo largo del caso indagaremos en los muchos aspectos que se han desarrollado a partir de la filosofía global del proyecto empresarial auspiciado por el INSSEC, queremos destacar en primer lugar los antecedentes del acuerdo que da lugar a su nacimiento. La sociedad Egaña S.A.

tiene su origen en 1961 en Zaldívar (Bizkaia) y fue fundada por Javier Egaña (un joven emprendedor) que decide abrir su propia empresa (constituida como tal en 1973) tras más de una década trabajando en distintos negocios familiares. En 1966 ya habían empezado con la producción de piezas estampadas y embutición. Egaña S.A. pronto centró su actividad en la fabricación de platos de freno y filtros para el sector de la automoción, productos con los que obtendría una alta productividad y una excelente relación calidad-precio. Egaña S.A. se ocupó al mismo tiempo de lograr la satisfacción del cliente y, por tanto, de fidelizarlo (el 80% de la producción estaba concentrada en seis grandes clientes). alguna de las claves en la gestión de su empresa bien se podría representar gráficamente a través de un círculo virtuoso de reinversión y crecimiento. Su buen hacer empresarial pronto le convierte en líder europeo de su segmento. Sin embargo, según avanzaba la década de los ochenta, Javier Egaña empieza a plantearse el tema de su sucesión. Una vez desechada la idea de traspasar la dirección a manos de un gerente ajeno a la familia, comienza a buscar posibles socios para una fusión o venta de la empresa. Para él, era condición necesaria que tal operación garantizara el futuro de las personas que durante años, a veces difíciles, habían trabajado en Egaña S.A. Javier Egaña conocía perfectamente el sector de la automoción y vislumbraba un futuro complejo para las pequeñas empresas proveedoras de componentes para la automoción como lo era la suya.

La evolución que estaba experimentando el sector del automóvil provocó un profundo cambio en sus reglas de juego. El entorno competitivo en el sector auxiliar de automoción se caracterizaba por la deslocalización

---

<sup>4</sup> Instituto Sectorial de Promoción y Gestión de Empresas.

de las plantas productivas de los grandes clientes hacia países con una mano de obra más barata forzando a las empresas auxiliares a seguirlos en su expansión por todo el mundo y obligando a procesos de concentración sectorial en el ámbito de los grandes fabricantes, los OEM (*Original Equipment Manufactures*)<sup>5</sup>, que dejaban el mercado mundial controlado escasamente por una decena de fabricantes.

Según avanza la década de los noventa, Javier Egaña está absolutamente inmerso en el escenario competitivo descrito. Por una parte, sabe que la continuidad de su proyecto empresarial en el sector auxiliar de automoción tiene que abordar una exigencia inexcusable: seguir al cliente a sus centros de producción. Percibe claramente que la dimensión va a ser vital para seguir siendo competitivo. Por otra parte, se enfrenta a la problemática de su sucesión. Para este último dilema busca una solución que garantice la permanencia de Egaña S.A. y la de sus trabajadores, y por eso es reacio a la venta de su empresa a una multinacional. Otra posibilidad que considera es la opción de una fusión.

Simultáneamente, los gestores del INSSEC, que coinciden plenamente en el diagnóstico de Javier Egaña sobre la industria auxiliar de automoción en general y sobre la posición competitiva de muchas compañías vascas del sector en particular, proyectan crear un grupo industrial vasco de gran tamaño en el sector auxiliar de automoción. Sin embargo, aportan una visión complementaria, ya que se habían percatado de que, al igual que los grandes fabricantes de

automóviles, es decir, los OEM, cada vez en mayor grado iban delegando en los *Tier 1*<sup>6</sup> o proveedores de primer nivel (suministradores de sistemas completos como el sistema de frenos, el sistema de suspensión, etc.) funciones de desarrollo que hasta entonces ellos asumían, también los *Tier 1* comenzaban a delegar en los *Tier 2* o proveedores de segundo nivel (suministradores de piezas que incorporan tecnología compleja) funciones de desarrollo propias hasta entonces de los *Tier 1*. El número de competidores *Tier 1* y *Tier 2* de referencia a escala mundial seguían la misma tendencia que el número de grandes fabricantes de automóviles. De la misma manera que era muy probable que en pocos años en todo el mundo no quedasen más de ocho o diez grandes fabricantes de automóviles, se podría hablar de no más de 30 proveedores *Tier 1* y no más de 300 proveedores *Tier 2* importantes en todo el mundo.

Con estas previsiones, el INSSEC plantea competir en el sector en el ámbito de *Tier 2*, pero introduce un modelo de empresa totalmente innovador. Contrarios a la tendencia habitual del sector de buscar posiciones competitivas especializadas (por cliente o por tecnología) y orientadas a la fabricación de módulos, desde el INSSEC se defiende la idea de crear una empresa multitecnológica que sea capaz de dar una respuesta global a las necesidades del cliente. Por ello, el INSSEC decidió acometer la creación de un grupo empresarial mediante la compra en su totalidad o mediante la adquisición de participaciones de empresas vascas pertenecientes a la industria auxiliar del automóvil.

<sup>5</sup> OEM se designa en el ámbito de automoción a los fabricantes de equipos originales. En este caso son los fabricantes de vehículos, último eslabón de la cadena productiva. Son los que producen y ensamblan los coches (Toyota, GM, VW, Ford, Renault, etc.).

<sup>6</sup> *Tier* se denominan en el ámbito de automoción a las empresas proveedoras de automoción clasificados por niveles. *Tier 1* son los proveedores directos de los OEM, son las denominadas de primer nivel (por ejemplo, Bosch, Valeo, Michelin). *Tier 2* son proveedores de las *Tier 1* y así sucesivamente.

Así es como en 1996 nace el proyecto empresarial Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive, que es la suma de las necesidades del fundador de Egaña S.A. por garantizar el futuro de su empresa y el de sus trabajadores, y las del INSSEC por encontrar la base estructural para su proyecto de un gran grupo empresarial en el sector auxiliar de automoción (un sector muy atomizado). En opinión de José Antonio Marcotegui (entonces consejero delegado de la Corporación Industrial Egaña), la participación del INSSEC (accionista mayoritario) en la creación de este nuevo grupo empresarial es determinante, no sólo por la capacidad financiera que aporta a la Corporación, sino sobre todo porque sustenta un proyecto empresarial muy ambicioso. Además, hay que tener en cuenta las capacidades de gestión empresarial que aportan sus gestores, con una mentalidad de análisis de medio y largo plazo, y con unos criterios sistemáticos de estudio de las inversiones.

Tras materializarse el acuerdo para la creación del grupo, se pone en marcha el plan estratégico a tres años de la nueva sociedad, que es el que guiará las decisiones de crecimiento del grupo. Este plan estratégico se asienta sobre cuatro pilares básicos:

1. Proveedor multitecnológico: la creación de un grupo multitecnológico que permita ofrecer soluciones globales a los clientes. En el proceso de reflexión estratégica se toma la decisión de concentrarse en tres tecnologías: metal, aluminio y plástico (se apunta la posibilidad de que en un futuro se incorpore una más, la forja con su mecanización). Se dejan al margen otras tecnologías, como, por ejemplo, la de tratamiento del caucho, para evitar entrar a competir directamente con los propios clientes.

2. Proveedor-*Tier 2*: se decide adoptar la posición competitiva de *Tier 2*, es decir, la posición de proveedor de segundo nivel que suministre las piezas a los *Tier 1* o proveedores de primer nivel.
3. Proveedor de alto valor añadido técnico-comercial: para responder adecuadamente a las necesidades de los clientes, la Corporación contaba con un centro tecnológico (CIE CT) con los mejores especialistas en las tecnologías que dispone el grupo. Esto permitía resolver la necesidad del cliente desde su mismo diseño, algo totalmente novedoso en el mundo en estos momentos. Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive participa en el diseño, conjuntamente con el cliente (fabricante del sistema respectivo), resolviendo desde el principio la factibilidad de la pieza, proponiendo incluso diferentes técnicas con materiales alternativos (metal, plástico, etc.), así como los costes asociados a cada una de las soluciones. Con ello, se consiguen, como es lógico, unas economías de tiempo y coste tremendamente interesantes para ese cliente. Esta idea no existía entonces. De esta forma, el *Tier 2* comienza a asumir las funciones de desarrollo del *Tier 1*.
4. Proveedor con sólida posición financiera: la pertenencia a la Corporación supone para cada una de las compañías que la integran una importante ventaja, ya que les permite acometer proyectos de mayor envergadura financiera.

Desde la constitución de la Corporación en 1996, se apostó sin titubeos por la expansión productiva. Así, el ritmo de compras y de creación de nuevas empresas ha



sido vertiginoso (primero en España y posteriormente internacionalmente), siendo una muestra clara de la fortaleza financiera y de gestión de este grupo empresarial. En el cuadro n.º 1 exponemos el perfil básico de CIE Automotive, en el que se puede apreciar el crecimiento empresarial del grupo a través del progreso de algunos de los aspectos básicos de esta EMN vasca que permiten perfilar una detallada evolución y caracterización de la misma.

La Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive, en su preocupación por ofrecer soluciones globales a los clientes, se diversificó de forma importante desde el principio y se ha ido convirtiendo en un grupo multitecnológico siguiendo una estrategia que ha buscado siempre «elegir las piezas de manera que encajen perfectamente». Aunque pudiera adolecer de ciertos riesgos de dispersión por su diversificación tecnológica, no por ello renunció a una diversificación geográfica que le llevó a crecer de forma vertiginosa durante los siguientes años en su afán por seguir siendo competitiva y se implantó en las áreas de Europa del Este, de MERCOSUR y también del NAFTA. Evidentemente, acometer esta expansión geográfica y tecnológica habría sido imposible sin las posibilidades financieras que han permitido tales ingentes inversiones, sustentadas en los buenos resultados económicos y en las capacidades que aportó la sociedad INSSEC al proyecto.

En cinco años, Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive se había convertido en un proveedor global de automoción con un total de 11 empresas fabricantes (Autometal, CIE Bahía, CIE Celaya, Egaña, Inyectametal, Norma, Orbelan, Tarabusi, Udalbide, Unitools Press y Plasfil) ubicadas en Brasil, España, Portugal, Chequia y México y dominaba las tecnologías de metal, alumi-

nio y plástico. Además, contaba con un centro tecnológico (CIE CT), que daba soporte de I+D a las empresas del grupo y con delegaciones técnico-comerciales en España, Francia, Inglaterra, Alemania, Chequia, Brasil y Estados Unidos. En 2001, la facturación había aumentado un 638% respecto a la de 1996 (195 millones de euros frente a 30,5 millones de euros) y solamente en empleo en España se había pasado de 101 a 2.184 personas.

Desde su constitución en 1996 el grupo ha ido creciendo a través de la integración de nuevas empresas. Los máximos responsables de la Corporación han apostado de forma clara por crecer tanto por la vía del crecimiento externo (adquisición de empresas ya existentes) como a través del crecimiento interno (desarrollo de nuevas). El ritmo de compras y de creación de nuevas empresas ha sido vertiginoso. Inicialmente, fueron empresas españolas: en 1997, se compra Udalbide S.A. (antigua Bideko, S.A., fundada en Izurza (Bizkaia) en 1972 y dedicada a la fabricación de piezas de metal por estampación) e Inyectametal S.A. (fundada en 1959 en Eibar (Gipuzkoa), se traslada a su nueva planta en Abadiano (Bizkaia) en 1964 y dedicada a la fabricación de piezas de aluminio —fundición por inyección—); en 1998, se compra Tarabusi S.A. (fundada en 1928 en Igorre (Bizkaia) y sociedad anónima desde 1940, se dedica a la fabricación de piezas de aluminio —fundición por gravedad—) y Orbelan S.A. (comenzó su andadura en 1968 en Andoain (Gipuzkoa) dedicándose a la inyección de plástico); en 1999 se crea Autokomp Ingeniería (principio del actual centro tecnológico CIE CT, que da soporte de I+D a las empresas del grupo desde Berriz (Bizkaia)); en 2000, se adquiere Norma S.A. (fundada en 1936 en Eibar (Gipuzkoa) y trasladada a

Cuadro n.º 1

**Perfil básico de CIE Automotive**

Características de la empresa	CIE Automotive
Localización	Sede social en Bilbao (Bizkaia) desde el 6 de febrero de 2007. Anteriormente en Azkoitia (Gipuzkoa)
Actividad	Diseño, fabricación y venta de componentes y subconjuntos para el mercado global de automoción en tecnologías complementarias (aluminio, forja, metal, plástico y acero) con diversos procesos asociados: mecanizado, soldadura y ensamblaje.
Sector (CNAE 93 Rev. 1)	Fabricación y comercialización de componentes de automóvil y aceros especiales.
Tipo de sociedad	Sociedad anónima. Cotiza en bolsa. INSSEC accionista mayoritario.
Año de creación	1996
Debut exportador	1996
1ª implantación de servicios internacionales (ISI) comercial	1996 Francia
1ª implantación productiva exterior (IPE)	2000 Chequia
Secuencia temporal de IPE	Las IPE de CIE Automotive con el correspondiente año de entrada en funcionamiento (y en su caso de cierre de la implantación) son las siguientes: 2000 CIE Unitools Press (Chequia), CIE Autometal Diadema (Brasil) 2001 CIE Autometal Bahía (Brasil), CIE Celaya (México) 2002 CIE Plasfil (Portugal), (1997 en GSB) Belgium Force (Bélgica) (se cierra en 2004) 2003 CIE Plasty (Chequia), CIE Autometal Taubaté (Brasil) 2004 CIE Autometal San Bernando 1 (Brasil) 2005 CIE Metal (Chequia), CIE Autometal San Bernando 2 (Brasil), CIE Jardim Sistemas (Brasil), CIE Kataforesis (Chequia), CIE Automotive Parts (China) 2006 CIE Desc Pensa (México), CIE Sada Forjas (Brasil), Matricon (Rumanía), Durametall (Brasil), CIE Automotive Shanghai (China) 2007 RECYDE (2 en Chequia, 1 en México), UAB CIE LT Forge (Lituania), CIE Nakayone (Brasil), Nugar (2 en México).
N.º empleados total (1) y en el exterior (evolución)	Este indicador habitualmente utilizado para establecer el tamaño de la empresa desde una dimensión humana nos muestra que CIE Automotive es una empresa de una importante dimensión y se considera, según las clasificaciones en vigor de la UE (ver nota a pie), como gran empresa con más de 12.000 personas empleadas en 53 plantas localizadas en 11 países. El número de empleados ha aumentado constantemente desde los 101 en 1996, pasando a 891 en 1998. Se produce un salto exponencial con la fusión en 2002 (4.940 personas en el grupo). A partir de ahí crece a ritmos de unos 500 empleados por año (2003: 5.511 personas en el grupo, 3.722 locales; 2004: 6.006 personas en el grupo, 3.750 locales; 2005: 6.525 personas en el grupo, 3.750 locales). A partir de ahí se produce un incremento muy relevante hasta alcanzar las 8.800 personas en el grupo en 2006: 3.750 locales. En Europa Occidental: 4.000 (45%); En el resto del mundo (Brasil, México, Este Europa, China): 4.800 (55%). Los últimos datos extraídos de la web reflejan 12.486 personas empleadas. Esto supone que el empleo actual representa un 1.249 % del de 12 años atrás.

.../...

Cuadro n.º 1 (continuación)  
**Perfil básico de CIE Automotive**

Características de la empresa	CIE Automotive
Proporción de empleados localizados en el exterior	El aumento del empleo exterior es constante, de ritmo muy fuerte y muy superior al interior. Se pasa de un empleo exterior nulo en 1996 a un 32,5 % en 2003, un 37,5 % en 2004, un 42,5 % en 2005, hasta el espectacular 57 % del 2006.
Facturación anual (2) (evolución)	Este indicador habitualmente utilizado para establecer el tamaño de la empresa desde una dimensión comercial nos muestra que CIE Automotive es una empresa de una importante dimensión y se considera, según las clasificaciones en vigor de la UE (ver nota a pie), como gran empresa con unas ventas consolidadas de 1.057 millones de € en el último ejercicio cerrado (2007). La facturación ha aumentado constantemente desde los 30,6 mill. € en 1996, pasando a 94,2 mill. € en 1998 y a los 183,8 mill. € del 2000. Se produce un salto exponencial con la fusión en 2002 (481 mill. €). A partir de ahí crece a ritmos de unos 100 mill. € por año (2003: 570 mill. €; 2004: 670 mill. €; 2005: 782 mill. €) hasta llegar a los crecimientos exponenciales de los últimos periodos (1.057 millones de € en 2007). Esto supone que las ventas actuales representan un 3.454 % de las de hace 12 años y una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) para el periodo de 2002-2007 del 18%.
Facturación internacional relativa (evolución) (ventas exteriores/ventas totales)	El aumento de la facturación exterior es constante y esta es muy superior a las ventas interiores. Se pasa de una facturación internacional relativa del 65 % en 2002 a un 68 % en 2004, hasta el 71 % en 2005. Se parte del dato de 2002, para tratar cifras homogeneizadas, dada la fusión producida ese año. En cualquier caso, dadas las características globales del sector, las ventas exteriores han sido, tradicionalmente, altas. En este sentido, el grupo ha consolidado de manera rápida y eficaz mercados emergentes como Brasil, México o República Checa. De estos lugares se obtiene casi el 50% de la facturación. Desde el punto de vista del destino de los productos fabricados, el 85,3% de las ventas del Grupo CIE se realizan actualmente fuera de España.
Activos totales (evolución)	Los activos totales han evolucionado de la siguiente forma: en 2002 suponían 629 mill. €; en 2003: 687,5 mill. €, en 2004: 791,4 mill. €; en 2005: 864,1 mill. €; en 2007: 1.323,9.
Proporción de activos exteriores	Aproximadamente, el 40 % en 2006 (activo exterior/activo total).
Índice de transnacionalidad (ITN)	56 % en 2006
Producción internacional relativa (3)	El aumento de la proporción de actividades exteriores generadoras de valor añadido es constante y creciente. Así, se pasa de una producción internacional relativa (producción exterior/producción total) del 18 % en 2003; al 21 % del 2004, para alcanzar el 25 % en 2005 y un 32 % en el 2006.
Compra internacional relativa	La intensidad importadora (compras extranjeras/compras totales) fue de un 45 % en el 2006 como dato agregado. En general, para la adquisición de equipos productivos se sigue los mismos criterios que la matriz. En cuanto a componentes y materias primas, las IPE se autoabastecen prácticamente.
Cantidad y proporción de IPE	30 IPE (implantaciones exteriores —IE— con alcance de valor elevado) de 53 totales (56,6 %). Por tanto, mantienen 23 plantas situadas en España (2 de ellas disponen de centro tecnológico).
N.º de IE (IPE o ISI)	De las 34 IE que posee CIE Automotive, 30 son IPE productivas (2 de ellas disponen de centro tecnológico) y 4 son ISI técnico-comerciales.

.../...

Cuadro n.º 1 (continuación)  
**Perfil básico de CIE Automotive**

Características de la empresa	CIE Automotive
N.º de países con IE (IPE o ISI)	CIE Automotive tiene algún tipo de IE (implantaciones exteriores con actividades generadoras de valor añadido) en 11 países (España incluido). Las 30 IPE productivas se localizan en 7 países: en Brasil se sitúan 11, en México se ubican 8, en Chequia lo hacen 6, en China 2 y en Portugal, Lituania y Rumania, 1. Los 2 países con ISI de centro tecnológico (además de España) son Brasil y Portugal. Las 4 ISI técnico-comerciales se ubican en 3 países: en Alemania se sitúan 2 oficinas técnico-comerciales, mientras que en Francia y EE.UU. se localiza una sola ISI. Nótese que en estos países no hay IPE productivas.
Experiencia internacional de la propiedad y de la dirección	Su equipo directivo tenía una importante experiencia previa en internacionalización y en otras compañías. Así, el equipo humano que dirige CIE había tenido experiencia internacional en compañías prestigiosas como GKN, Alcatel, Accenture, Mannesmann Sachs, Goldman Sachs, Autokomp, ITP o Patricio Echeverría. Estos directivos tienen, además, una experiencia media en CIE de diez años. El proceso tan acelerado de CIE es difícil de entender sin experiencia. Además, la filosofía del INSSEC (accionista mayoritario) en el proyecto empresarial es, por propia experiencia, eminentemente global.
N.º y proporción de clientes extranjeros	El cliente es internacional. No hay clientes locales. El sector es global. Así, en 2007 de los 20 principales clientes, todos son extranjeros e internacionales. Cada uno de estos 20 clientes representan más del 1% de las ventas de CIE y abarcarían el 55 % del total de ventas. Los clientes TOP 5 (Renault, GM, Volkswagen, Ford, TRW) representan el 36% de las ventas de CIE.
N.º de mercados extranjeros y áreas geográficas atendidas	Todos aquellos donde hay una industria de automoción relevante. Se atiende a todos los países de Europa Occidental (mercado maduro con crecimiento vegetativo y productos de alto valor añadido), a los de Europa del Este (mercado de fuerte crecimiento, sirve al mercado europeo desde una base de costes competitiva), países del MERCOSUR (mercado de fuerte crecimiento y de alto volumen productivo), países del NAFTA (plataforma de expansión en dicho mercado con mismos productos y clientes en el que hay sitio para nuevos operadores, posibilidad de replicar la posición alcanzada en Europa Occidental). En Asia, a través de las IE chinas se ha iniciado la actividad con la puesta en marcha de la organización y los recursos (penetración en clientes asiáticos: japoneses y coreanos).
Cuotas de mercado relevantes	CIE Automotive es líder del sector en productos y procesos de alto rendimiento: cigüeñales forjados, EPS, <i>common rail</i> y nuevos materiales y tecnologías en desarrollo.
Enfoque de mercado y de IE	Proveedor global con vocación de liderazgo. CIE Automotive se posiciona como proveedor Tier2 diferenciado de la industria de la automoción con presencia global. Las IE de cada país se orientan a su mercado más cercano, aunque pueden ser utilizados para otras zonas en la medida que interese al grupo. No son, por tanto, mercados cerrados. El vector clave es la competitividad.
Amplitud de gama internacional (n.º de productos diferentes vendidos en el extranjero)	Amplia. La fabricación y comercialización internacional de componentes de automoción de CIE Automotive es bastante extensa. Su gama de productos incluye: en motor y <i>powertrain</i> : bombas de aceite, componentes de motor (cigüeñales, cárteres, árboles de equilibrado, cubreculatas, soportes, <i>common rail</i> ), cajas de cambio y diferenciales (carcasas, ejes), transmisión, refrigeración, insonorización; en chasis y dirección: minicorner, componentes de dirección, freno, suspensión, estructuras, antivibración; y en exterior/interior: consola central, componentes de revestimiento exterior, revestimiento interior, subconjuntos de <i>cockpit</i> , <i>air-bag</i> y conexiones eléctricas.

.../...

Cuadro n.º 1 (continuación)  
**Perfil básico de CIE Automotive**

Características de la empresa	CIE Automotive
<b>Grado de diversificación actividades</b>	Se puede considerar que es alta en la medida que se ocupa de la elaboración de varios productos de actividades relacionadas entre sí. La multitecnología es, de hecho, uno de los ejes fundamentales de CIE Automotive, ya que permite obtener soluciones adaptadas a las necesidades del cliente del sector de automoción y ofrecer productos complejos y con alto valor añadido. Estas tecnologías complementarias son aluminio, forja, metal, mecanizado, plástico y acero; y da lugar a que la organización esté formada por una estructura matricial, donde una de los ejes dimensionales es funcional y está liderado por directores técnicos encargados de la dirección funcional de cada tecnología. La reciente generación de una unidad de negocio vinculada a la producción y comercialización de biocombustibles implica una mayor diversificación de actividades.

(1) Se ha considerado la Recomendación de la Comisión Europea (96/280/CE) de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas y grandes empresas (2003/361/CE) [Diario Oficial L 124 de 20.5.2003] con aplicación desde el 1 de enero de 2005. Esta se ha aplicado a los conceptos de empleo total y facturación total.

(2) *Idem.*

(3) Este parámetro nos permite interpretar el dato anterior de facturación internacional relativa, ya que al estimarse al nivel de precios de mercado, son homogéneas y permiten desglosar la venta exterior realizada como exportación desde las IE españolas y las ventas exteriores realizadas desde las IE localizadas en el exterior. Este último es el dato asimilable a esta magnitud.

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes de evidencia del caso.

las nuevas instalaciones en Itziar (Gipuzkoa) en 1995, y se dedica a la estampación de subconjuntos que incorporan soldadura, complementando a Egaña S.A.).

Además de integrar en el grupo diversas capacidades tecnológicas complementarias buscando un servicio más integral para el cliente, otro elemento fundamental en la estrategia de crecimiento del grupo ha sido su expansión geográfica para prestar un servicio más global. Las implantaciones en Chequia, Brasil y, posteriormente, en México y Portugal responden a la exigencia de los clientes de la Corporación (*Tier 1*) de estar próximos a sus centros de producción. Es importante destacar que, antes de realizarse cualquier IPE, la Corporación

contaba en todos los casos con implantaciones técnico-comerciales que ya habían permitido ir abriendo mercado y también acercarse a los clientes potenciales.

Para la Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive, la internacionalización productiva comienza en el año 2000 con la decisión de adquirir la empresa checa Uni-tools (estampación de metal) y la fórmula de crecimiento utilizada fue la compra de una empresa ya existente. En el verano de ese mismo año se dio otro paso importante en la internacionalización con la decisión de entrar en el MERCOSUR invirtiendo en Brasil. La entrada en este país sudamericano se realizó mediante la toma de una participación del 50% de la empresa Auto-

metal (tecnología del plástico). Este movimiento permitía reforzar la posición competitiva del grupo en la tecnología con menor peso hasta ese momento dentro del grupo.

De esta forma, en 2001 crea CIE Bahía en Brasil, IPE que se inaugura en la primavera del año 2002 dentro del proyecto Amazon de Ford, para la fabricación en Brasil de su modelo Ford Fiesta (los proveedores y el fabricante, en este caso Ford, comparten los edificios e incluso llegan también a compartir las líneas de fabricación). Responde a una idea de Ford muy novedosa en el mundo del automóvil y, probablemente, poco exportable a otros países. Para llevar a cabo el proyecto Amazon, Ford eligió a 19 proveedores por todo el mundo y la Corporación Industrial Egaña-CIE Automotive fue uno de esos 19 elegidos. Sin duda, es una muestra más de la fortaleza de este grupo empresarial vasco. También en el 2001 se creó la empresa CIE Celaya en México y de ese modo la Corporación entró en el área NAFTA. La fórmula de crecimiento utilizada es la del crecimiento interno, ya que en México no se pudo encontrar el socio ideal. Se concibe como una planta multi-tecnológica (estampación en metal, fabricación de piezas a través de inyección de plástico y de aluminio) y la oferta de productos incluye también a los subconjuntos. Después de casi dos años de preparativos, CIE Celaya inició sus operaciones en enero de 2003, como planta multitecnológica desde la cual ofrecer los productos de CIE Automotive al mercado de automoción de NAFTA.

En el 2002 se compra una empresa portuguesa, Plasfil (tecnología del plástico) que poseía un centro tecnológico muy avanzado en dicha materia. Lógicamente, este centro tecnológico será el referente en te-

mas de plástico para el resto de las empresas de la Corporación.

El otro acontecimiento trascendental para el devenir de CIE Automotive como organización se produce en julio de 2002 con la fusión entre la Corporación Industrial Egaña y Afora, S.A. (Grupo GSB), convirtiéndose en el cuarto grupo en el sector auxiliar de automoción en España. Se produce la disolución sin liquidación de GSB Grupo Siderúrgico Vasco, S.A con cesión global de sus activos y pasivos en favor de su accionista único, Acerías y Forjas de Azcoitia, S.A. (Afora, S.A.) y se aprueba el proyecto de fusión con la Corporación Industrial Egaña con el objetivo de crear un nuevo grupo industrial (la fusión se realiza mediante absorción de la sociedad Egaña, S.A. por Afora, S.A.). Esta operación supuso un incremento significativo en los activos y pasivos del grupo consolidado y era, sobre todo, una operación coherente dada la confluencia estratégica de los proyectos de empresa de los dos importantes grupos industriales orientados ambos a la consolidación de una posición como suministrador *Tier 2* de soluciones integrales para la industria de automoción. Esta estrategia era consecuencia también de una reacción de ambos grupos ante la evolución, tanto de la industria de fabricantes de vehículos, como de los suministradores de componentes de automoción de primer nivel (*Tier 1*), que presentaba una clara tendencia a la globalización de la fabricación y de los mercados, dada la intensificación de la competencia en todos los mercados, pero sobre todo en el europeo.

Este aumento, consecuencia de la confluencia de objetivos, en un intento de conseguir un crecimiento sostenido y rentable del grupo empresarial resultante, buscaba tener una posición aún más glo-

bal en el mercado de los componentes de automoción y suponía la incorporación al grupo de la nueva tecnología ya apuntada en el primer plan estratégico de 1996: la forja y su mecanizado (en realidad se desglosan en dos). Esta nueva empresa, que cotiza en bolsa, adoptó el nombre de CIE Automotive con entidad jurídica propia. No obstante, Afora, S.A. no aporta implantaciones en el exterior (IE) al grupo industrial, salvo una empresa de forja en Bélgica, que será finalmente desmantelada, por lo que la operación en sí misma en cuanto a su aportación al negocio internacional no fue tan sustancial.

En cuanto a los antecedentes del Grupo GSB (el otro «afluente»), este se constituye en 1993 a partir del Grupo Acerías y Forjas de Azcoitia (Afora) y de parte de los activos de la Corporación Patricio Echeverría. Así, en julio de 1993 el Grupo Acerías y Forjas de Azcoitia, la Corporación Patricio Echeverría y SOCADE (Sociedad Capital Desarrollo de Euskadi, S.A.) proceden a la creación de un grupo empresarial de carácter industrial en el sector de aceros especiales y forja por estampación. Con este objeto habían sido previamente constituidas GSB Grupo Siderúrgico Vasco, S.A. en febrero de 1993 y sus sociedades dependientes, GSB Acero, S.A. (fabricación aceros especiales) y GSB Forja, S.A., (forja por estampación) a las que se aportarían las ramas de actividad de acero y forja de las sociedades industriales mencionadas.

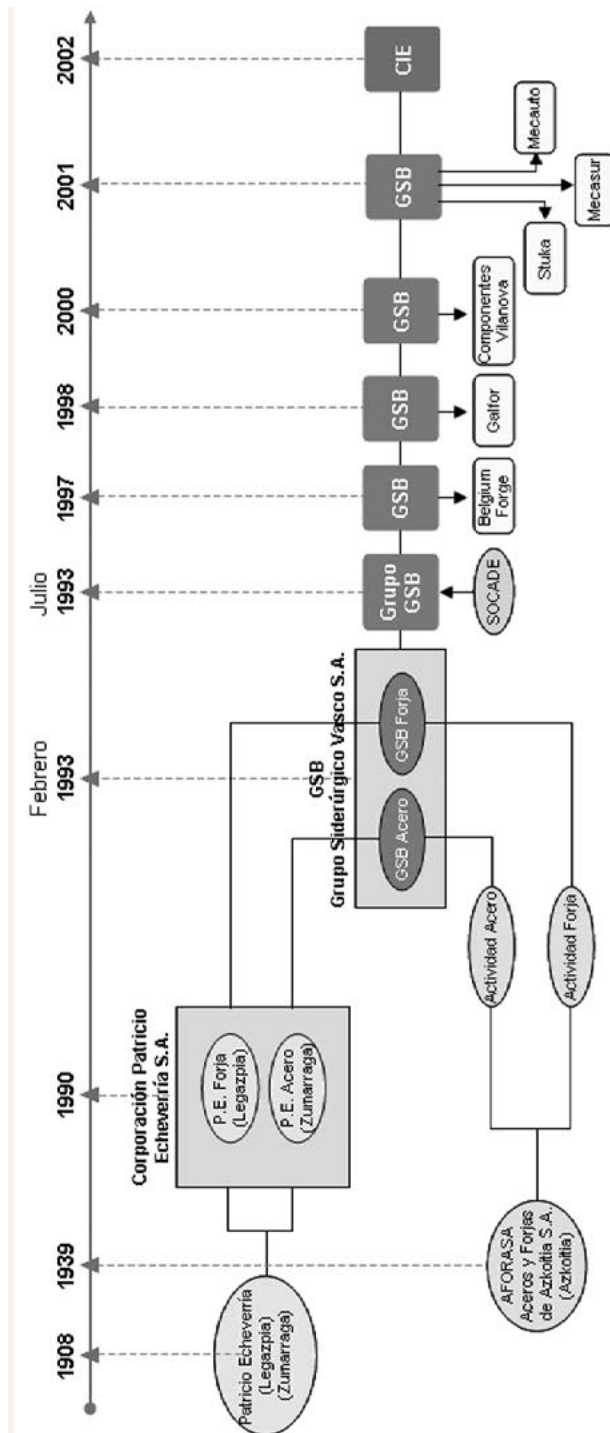
Acerías y Forjas de Azcoitia (Afora), fue creada en Azcoitia (Guipuzkoa) en 1939, mientras que Patricio Echeverría S.A. inicia en 1908 su actividad de estampación para automoción en Legazpia (Guipuzkoa). En 1.990, Patricio Echeverría Forja S.A. y Patricio Echeverría Aceros, S.A. se constituyen dentro de la Corporación Patricio Echeve-

rría S.A. En 1.993 ambos grupos se integran en GSB.

Al Grupo GSB se fueron incorporando distintas sociedades, sólo una extranjera (ver gráfico n.º 4). Así, se produjo la integración de Belgium Forge (Bélgica) (forja por estampación) en 1997 (actualmente desmantelada); la integración de Galfor en 1998 (comenzó su actividad en 1973 como Barreiros Orense S.A. en Ourense y se dedica a la fabricación de piezas de acero forjadas —forja por estampación—); la incorporación por adquisición del Grupo Componentes Vilanova en 2000 (fundada en 1958 en Vilanova i la Geltru (Barcelona), desde sus inicios se ha dedicado a la fabricación de piezas fundidas en aleaciones no férreas —componentes aluminio—) y la incorporación en 2001 por adquisición de Stuka (empresa vizcaína fundada en 1983 en Izurza dedicada a forja por estampación que acabará integrándose en CIE Udalbide en 2005), Mecauto en Gasteiz (Álava) y Mecasur en Puerto de Santa María (Cádiz) (ambas dedicadas al mecanizado de piezas automoción).

Por lo tanto, la definitiva CIE Automotive incrementaba de forma importante sus implantaciones en España (14 plantas y un centro tecnológico), consolidaba las distintas tecnologías complementarias (con un reparto bastante equilibrado en las cifras de negocios entre las cinco tecnologías), aunque no incorporaba nuevas IE estratégicamente interesantes (la IPE belga será posteriormente desmantelada). En cualquier caso, el 65% de la cifra de negocio de ese mismo año (2002) se facturó en los mercados exteriores, lo que es una muestra del grado de internacionalización de CIE.

Gráfico n.º 4  
Proceso de creación del grupo GSB



Fuente: Dirección de Economía y Planificación.



En 2003 CIE Automotive adquiere la empresa alavesa Gameko (fundada en 1998 en Legutiano (Álava) por Gamesa Industrial Automoción, pasando en 2000 a depender de Autocoa Industrias de Automoción, dentro de la Corporación IBV) y refuerza su tecnología de forja mecanizada de componentes de automoción para series largas. Esta ha sido la última operación de integración de una planta nacional. A partir de este momento, casi todas las nuevas implantaciones serán extranjeras, sin que por ello se dejen de realizar las oportunas inversiones en las implantaciones existentes en vías de incrementar tanto su capacidad productiva, como su nivel tecnológico.

Así, en 2003, se inaugura su segunda planta en la República Checa, CIE Plasty CZ (especializada en tecnologías de inyección de plástico) y se adquiere Promoauto Componentes en Taubaté (Brasil) (especializada en la fabricación de componentes mecanizados en forja y aluminio para automoción). Adicionalmente, CIE Automotive incrementa su presencia internacional al adquirir el 100% de sus filiales Autometal, S.A (Brasil) y Plasfil-Plásticos da Figueira, S.A. (Portugal) pasando del 50% y del 72,56%, respectivamente, al 100% en ambos casos. Finalmente, una reestructuración societaria en Brasil culmina con la creación de CIE Autometal, S.A. (participada al 100%), convertida en sociedad *holding* al 100% de todas las IPE brasileñas (CIE Autometal Diadema, CIE Autometal Bahía y CIE Autometal Taubaté (Promauto Componentes)).

En 2004, en línea con la estrategia de internacionalización de CIE Automotive, el Grupo aumenta en febrero de 2004 su presencia en Brasil, país en el cual tiene ya una posición de liderazgo, mediante la adquisición del 100% del capital de Autometal SBC Cromado (antes denominada Maier do Bra-

sil). CIE Automotive adquiere a MAIER (empresa vizcaína) su IPE ubicada en San Bernardo (Sao Paulo) que pasa a denominarse CIE Autometal San Bernardo (especializada en inyección de plástico y pintura para piezas estéticas del sector de automoción). CIE Automotive continúa con su expansión internacional, abriendo una oficina comercial en la ciudad china de Shanghai con la misión de analizar las posibilidades de implantación en China y con el objetivo de desarrollar nuevos mercados emergentes en la medida que lo demandaran sus clientes. Además, esa oficina ha servido también como central de compras para cierto tipo de productos muy competitivos en el mercado chino.

En 2005, CIE Automotive apuesta decididamente por aumentar su presencia en los países de Europa del Este. En ese sentido, el Grupo duplica su presencia en la República Checa mediante la creación de las empresas CIE Metal CZ (primer semestre) y CIE Kataforesis (diciembre de 2005), construyendo una nueva planta y una unidad productiva. La nueva planta CIE Metal CZ es anexa a CIE Plasty y está dedicada a la fabricación de componentes y subconjuntos para el sector de automoción. Dentro de su estrategia de internacionalización y posicionamiento en países de bajo coste, también se implanta en el mercado asiático, creando en septiembre una compañía 100% de su propiedad en China (plenamente operativa en agosto de 2006). La IPE, CIE Automotive Parts Shanghai (dedicada a la estampación y submontaje de componentes para los mercados chino, japonés y europeo) actúa, además, de central de compras en China para el abastecimiento de materias primas y componentes necesarios para sus procesos productivos en todo el mundo. CIE Automotive mantiene su estrategia de ofrecer soluciones multitecnología a sus clientes a es-

cala global. Por este motivo, adquiere en diciembre de 2005 la empresa brasileña Jardim Sistemas de Sao Paulo (especializada en estampación, soldadura, pintura y montaje de subconjuntos y conjuntos para el sector de automoción).

En 2006, el Grupo CIE Automotive aumenta en febrero su presencia en México con el objetivo de potenciar su crecimiento en el mercado NAFTA, formalizando un acuerdo de *joint venture* con DESC Automotriz S.A. (a la que después se ha incorporado la sociedad Stamping & Wheels) mediante la integración en CIE Desc Automotive S.A. de las dos plantas que ambos grupos poseen en México. Esta operación significa un salto cualitativo para la expansión del modelo de negocio multitecnológico de CIE Automotive en el mercado NAFTA y Centroamérica. CIE Desc está controlada al 50% por los dos grupos y tiene su sede en la ciudad de Celaya (Guanajuato-México). En abril, el Grupo CIE Automotive adquiere la compañía brasileña Sada Forjas (empresa de forja mecanizada constituida en los años 80 y ubicada en el Estado de Minas Gerais) y, posteriormente, tras lanzar una opa total sobre el capital de la sociedad rumana Matricon, S.A. en su proceso de crecimiento en mercados emergentes, consigue suscribir el 95% de su capital social. La operación supone para CIE Automotive posicionarse en un mercado con gran capacidad de expansión. Matricon es una empresa de inyección de aluminio, mecanizado y fabricación de moldes que suministra sus productos al mercado europeo. La planta está ubicada en la localidad de Tirgu Mures y cuenta con una plantilla de 200 personas. En septiembre, de vuelta al entorno brasileño, CIE Automotive y la empresa brasileña Durametal (en la que CIE toma una participación significati-

va) constituyen una *joint venture* cuyo objeto es liderar la fabricación de tambores y discos de freno y cubos de rueda en el mercado globalizado. La *joint venture*, cuya sede se ubica en Maracanaú-Fortaleza (Estado de Ceara, Brasil), conlleva la incorporación al Grupo CIE de la tecnología de la fundición de metales férricos y no férricos, así como la mecanización de dichos productos. Durametal es una empresa con gran tradición en Brasil y con una gran implantación en el mercado de USA. Está compuesta por 400 personas. Por otra parte, CIE Automotive firma un acuerdo para la adquisición del 51% de la empresa china Sandun ubicada en la zona industrial de Shanghai (R.P. China). CIE Automotive Shanghai (China) es otra operación de crecimiento externo realizada a través de la fórmula cooperativa de la *joint venture*. Shanghai Sandun Auto Parts Manufacture, que se convierte en la segunda implantación asiática, es adquirida a través de su filial enteramente participada, SCAP (Shanghai CIE Automotive Parts Co., Ltd), la que había sido primera implantación de CIE en China realizada en el 2005. Cuenta con una plantilla de 240 personas y complementa las tecnologías ya existentes de estampación, soldadura y montaje de subconjuntos. Además, permite al Grupo establecer relaciones de negocio en el mercado chino con los principales constructores de vehículos de marca china como son Chery y Geely, así como con otros clientes OEM globales y proveedores de primer nivel (GM, VW, Audi, Nissan, Visteon, Magna, etc.).

En 2007, CIE Automotive adquiere el Grupo RECYDE compuesto por nueve plantas productivas (6 en el País Vasco/Navarra, 1 en México y 2 en República Checa). La integración de RECYDE permite a CIE Automotive incrementar y consolidar su

capacidad de mecanización de componentes para dirección, transmisión, motor, suspensión o freno, además de reforzar su presencia en los mercados donde ya tiene una implantación destacada. RECYDE es un grupo con fuerte tradición industrial que cuenta con una unidad de I+D+i propia con 25 ingenieros. Está compuesta por 460 personas y trabaja para clientes OEM y *Tier 1* destacados como Renault-Nissan, AP-Kayaba, Delphi y TRW. Por otra parte, CIE Automotive realiza la adquisición del 100% del capital social del grupo mexicano NUGAR, que es un grupo familiar de gran prestigio y reconocida excelencia operacional situado en México DF. En sus instalaciones se realizan componentes y conjuntos estampados y de soldadura. Entre sus clientes destacan el Grupo Volkswagen, DaimlerChrysler y General Motors. Su plantilla es de 800 personas. Esta operación supone aumentar la presencia de CIE Automotive en un mercado como el NAFTA de más 16 millones de vehículos.

Asimismo, CIE Automotive suscribe un contrato para la adquisición del 100% del capital social de la empresa brasileña Metalúrgica Nakayone, una empresa especializada en estampación de piezas y componentes soldados. Sus instalaciones están ubicadas cerca de São Paulo y entre sus clientes destacan el Grupo Volkswagen y Ford. Esta operación consolida a CIE Automotive como empresa de referencia en Brasil ya que en automoción, Brasil es el motor de toda la región suramericana, por lo que hay que poseer una posición de fortaleza como factor de diferenciación de la competencia.

Simultáneamente, CIE Automotive continúa con la dinámica de potenciar nuevos mercados como el de China y entrar en otros atractivos, como el caso de Lituania,

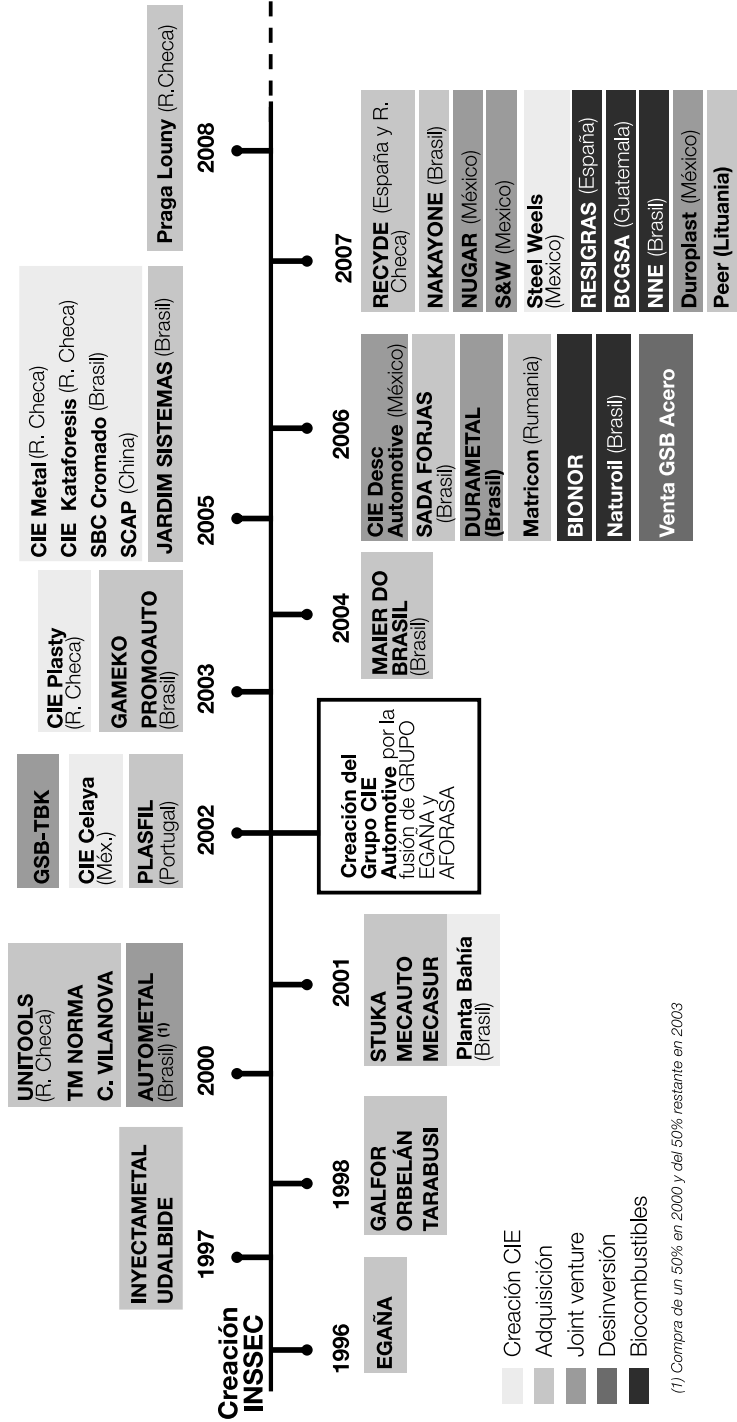
que resulta significativo. Se ha integrado en CIE a una forja mecanizada que ya vende a países como Alemania y Suecia, entre otros. Esto refuerza la competitividad del grupo y supone una oportunidad de entrar en mercados como el ruso que se perciben vitales en los próximos años. En su afianzamiento del papel de líder mundial en el sector de automoción en su categoría multitecnológica con nuevas inversiones que le permiten potenciar su presencia en estos mercados emergentes, CIE Automotive ha llegado a un acuerdo de intenciones para adquirir UAB PEER que está ubicada en Marihampolé, a 20 Km de la frontera polaca. En esta empresa lituana adquirida que ahora se denomina UAB CIE LT Forge se realizan componentes de forja mecanizada para el automóvil. Entre sus clientes destacan Faurecia, Valeo y Delco. Su plantilla es de 85 personas. Además, recientemente CIE Automotive ha suscrito un contrato para la adquisición de la planta de Ramos Arizpe, Coahuila, México, propiedad de Grupo Duroplast. DRA se dedica a la fabricación y comercialización de piezas de inyección de plástico y ensambles para la industria de automoción. Con esta última operación, CIE Automotive fortalece su presencia en NAFTA.

En los cuadros n.º 2 y 3 hemos especificado el modelo estratégico de internacionalización (MEI) propuesto como marco teórico, «el modelo de las diez estrategias», lo que nos permite exponer de forma sintética la complejidad de la estrategia de internacionalización que ha permitido el importante crecimiento descrito de este grupo empresarial, CIE Automotive.

En el cuadro n.º 4 mostramos la representación gráfica del perfil factorial de internacionalización de CIE, que nos permite establecer una radiografía integral del comportamiento factorial causante de la EMN estudiada.

Gráfico n.º 5

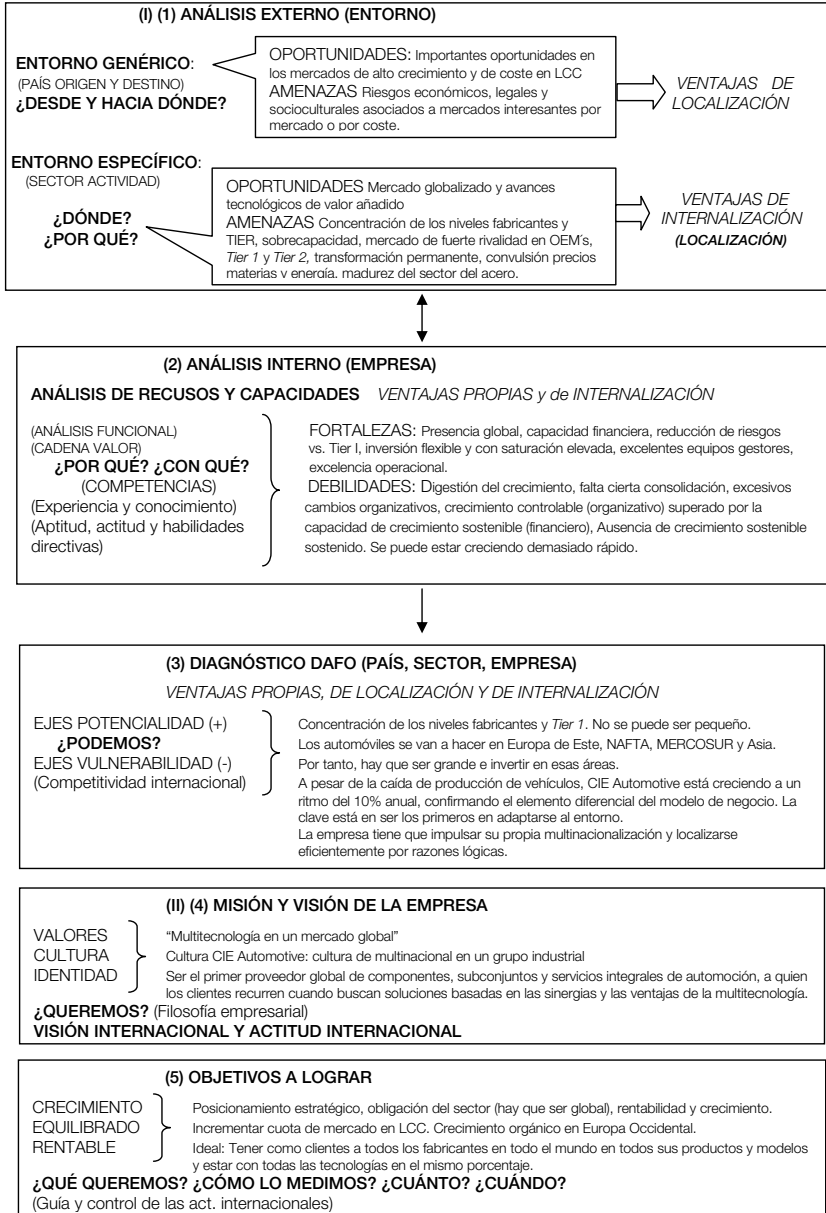
**Cronología de hechos: expansión e internacionalización de CIE Automotive**



Fuente: CIE Automotive (2008).

Cuadro n.º 2

**Perfil estratégico de CIE Automotive según el MEI (I)**



Nota: LCC: *low cost country* (países de bajo coste).

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes de evidencia del caso.

Cuadro n.º 3

**Perfil estratégico de CIE Automotive según el MEI (II)**

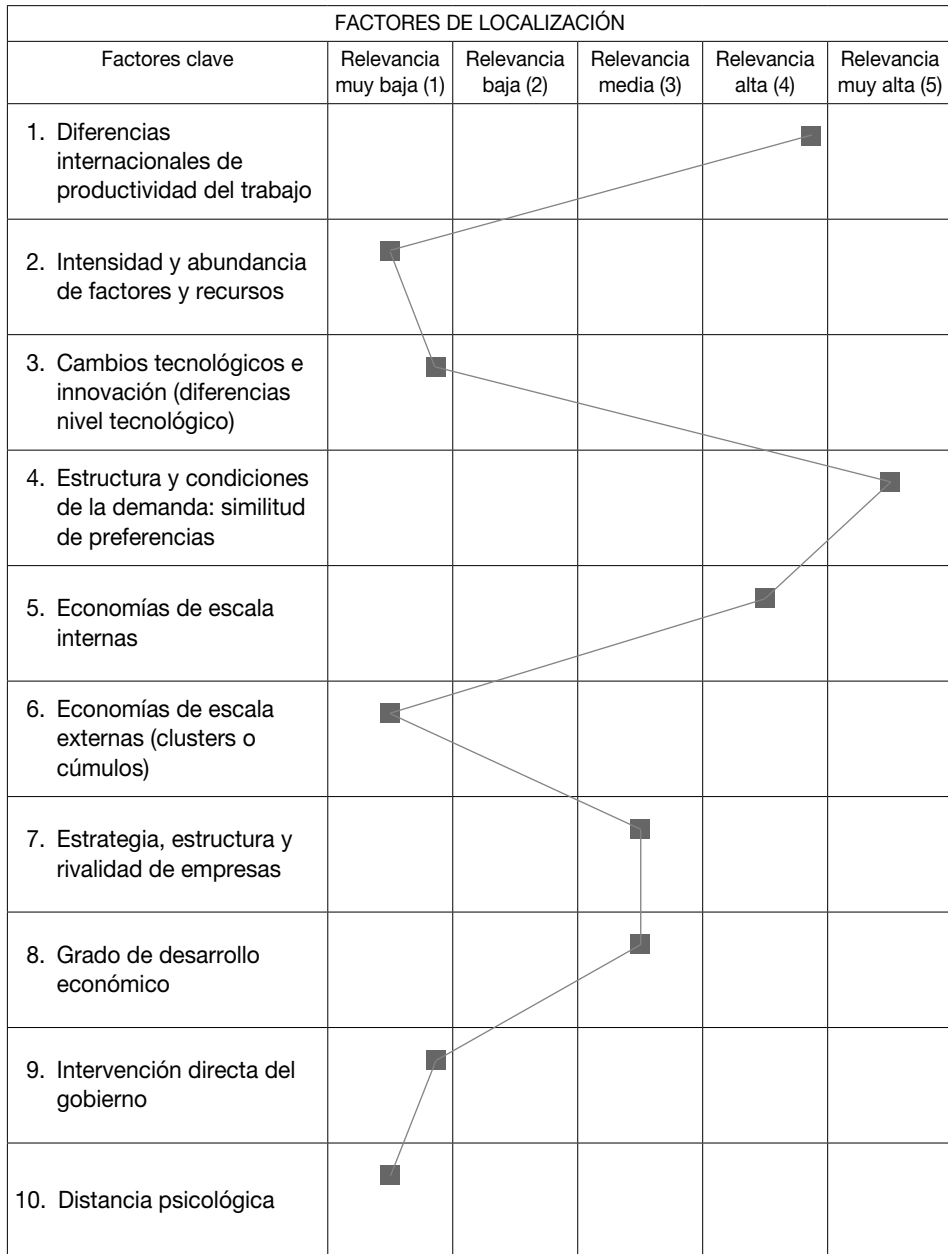
**(III) ESTRATEGIA INTERNACIONALIZACIÓN ¿CÓMO?**

<p><b>(6) ESTRATEGIA DE LOCALIZACIÓN</b>      ¿DÓNDE ACCEDEMOS? ¿DÓNDE NOS IMPLANTAMOS?                  Chequia, Brasil, México, Portugal, China, Rumania y Lituania ; Francia, Alemania, EEUU, con IE.                  Se llega a todos aquellos países donde hay una industria de automoción relevante.</p>
<p><b>(7) ESTRATEGIA DE ENTRADA Y PERMANENCIA</b>      ¿CÓMO ACCEDEMOS Y NOS IMPLANTAMOS?                  EXPORTACIÓN (directa) Países sin IE donde hay una industria de automoción relevante.                  ISI (Implantación de servicios internacionales) Francia, Alemania (2), EEUU.                  IPE (Implantación productiva exterior) Chequia (6), Brasil (11), México (8), Portugal, China (2), Rumania y Lituania.</p>
<p><b>(8) ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO</b>      ¿CREAMOS O COMPRAMOS IDE?                  CRECIMIENTO INTERNO (ORGÁNICO) Brasil 2001, 2005; México 2001; Chequia 2003, 2005, 2005.                  CRECIMIENTO EXTERNO Chequia 2000-07; Brasil 2000-3-4-6-7; México 2006; Portugal 2002; China 2005-06; Rumania 2006.</p>
<p><b>(9) ESTRATEGIA DE CONVIVENCIA</b>      ¿CON QUIÉN VAMOS?                  SOLITARIO      Todas al 100 %, excepto las IE de México y Rumania.                  ACUERDO DE COOPERACIÓN EMPRESA CONJUNTA Las IE de México (2001, 2006) en <i>joint venture</i> del 50% con DESC Automotriz S.A.; Durametal (Brasil 2006) en <i>joint venture</i> tras entrar en participación significativa. Nugar (México, 2007) y Sandun (China, 2007) en <i>joint venture</i>. Inicialmente también en Portugal y Autometal Brasil (2001).                  VENTAJAS PROPIAS de mercado y de recursos.                  VENTAJAS AJENAS de mercado.</p>
<p><b>(10) ESTRATEGIA CORPORATIVA</b> ¿QUÉ UNIDADES DE NEGOCIO INTERNACIONALIZAMOS?                  DIVERSIFICACIÓN Relacionada. Multitecnología eje fundamental: aluminio, forja, metal, mecanizado, plástico y acero.                  SINERGIAS (economías de alcance) Sinergias de dirección, de inversión y operativas</p>
<p><b>(11) ESTRATEGIA DE INTERNALIZACIÓN</b>      ¿QUÉ ACTIVIDADES DE LA CADENA DE VALOR SE INTERNACIONALIZAN? (Alcance de valor)                  Desde un enfoque de gestión estratégica de las funciones: el marketing está altamente internacionalizado; el diseño e ingeniería, la producción, las compras, la logística y el I+D+i en un grado medio y las personas, las finanzas y el servicio postventa en un bajo grado.                  Todas las actividades de la cadena valor tienen una clara tendencia a estar cada vez más localizadas internacionalmente, aunque, las cabezas pensantes (estrategia, sabiduría, decisión) y los criterios (objetivos) de estos recursos están aquí.                  No obstante la gestión operativa (la que es próxima) esta localizada en cada IPE.                  (Localización eficiente) (Visión global de la cadena valor)</p>
<p><b>(12) ESTRATEGIA COMPETITIVA (UEN)</b>      ¿CUÁL ES NUESTRA VCS EN EL EXTERIOR?                  El posicionamiento estratégico de CIE Automotive implica un modelo de negocio <b>DIFERENCIADO</b> como proveedor TIER2 de la industria de la automoción: tamaño elevado, presencia global, multi-tecnología, I+D+i, gestión profesionalizada.</p>
<p><b>(13) ESTRATEGIA DE ESTRUCTURA</b>      ¿CÓMO NOS ORGANIZAMOS? ¿CÓMO DECIDIMOS?                  (Diseño de la estructura organizativa)      ¿CÓMO NOS COORDINAMOS Y CONTROLAMOS?                  Modelo organizativo de dos áreas de negocio (automoción y biocombustibles) con división global por tres áreas geográficas (Europa, América y Asia) y estructura matricial (funciones transversales y tecnologías).</p>
<p><b>(14) ESTRATEGIA DE ENFOQUE</b>      ¿CÓMO ENTENDEMOS LO EXTERNO?                  (Presiones competitivas internacionales del sector) Fundamentalmente presión globalizadora: de mercado y de coste, aunque la presión localizadora de necesidad de adaptación y de importancia de la cercanía al cliente es relevante.                  EMN, esencialmente, transnacional. Necesidad de elevada integración global y de alta coordinación por posición de proveedor global y requisito de cierta adaptación a las características específicas y configuración de las actividades de valor por competitividad a través del coste de los factores.</p>
<p><b>(15) ESTRATEGIA DE SECUENCIA</b> ¿CUÁL ES EL RITMO DEL PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN?                  Proceso acelerado con un total de 34 IPE en el período 2000 - 2007, y consecutivo (todos los años ha habido nuevas IPE desde el inicio de la estrategia de multinacionalización) con extraordinaria densidad reciente (5 IPE en 2005, 6 IPE en 2006 y 7 IPE en 2007).</p>

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes de evidencia del caso.

Cuadro n.º 4

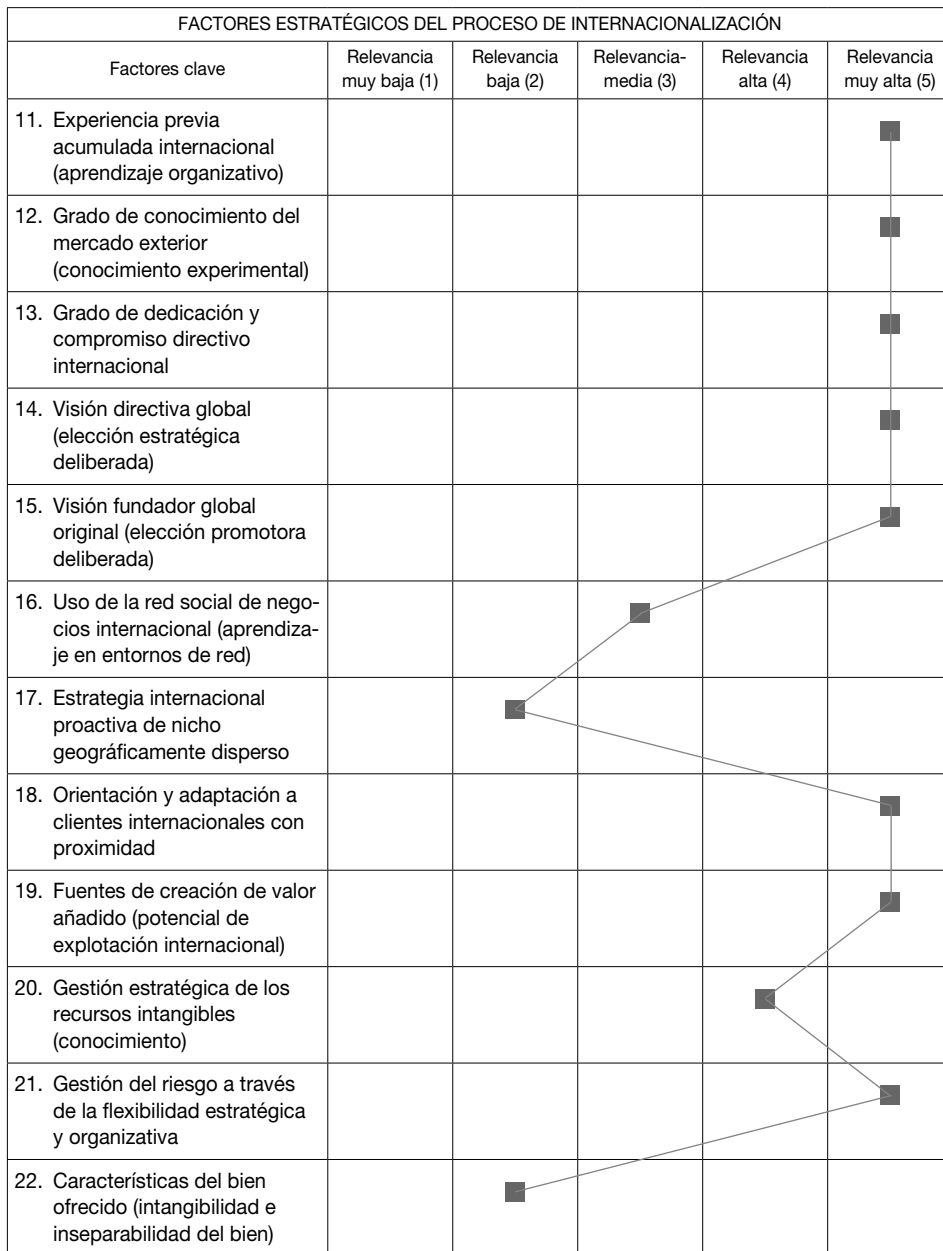
**Perfil gráfico de CIE Automotive en relación con los factores clave condicionantes de la internacionalización (escala Likert)**



.../...

Cuadro n.º 4 (continuación)

**Perfil gráfico de CIE Automotive en relación con los factores clave condicionantes de la internacionalización (escala Likert)**



.../...



Cuadro n.º 4 (continuación)

**Perfil gráfico de CIE Automotive en relación con los factores clave condicionantes de la internacionalización (escala Likert)**

FACTORES ESTRATÉGICOS DE MULTINACIONALIZACIÓN					
Factores clave	Relevancia muy baja (1)	Relevancia baja (2)	Relevancia media (3)	Relevancia alta (4)	Relevancia muy alta (5)
23. Ventaja competitiva, específica o de propiedad					■
24. Reacción oligopolística (inicial o posterior a la respuesta de la competencia)	■				
25. Ventaja de internalización de los mercados internacionales (fallo de mercado)					■
26. Ventajas de localización (cualquiera de las enumeradas)					■
27. Recursos superiores (conocimiento) y capacidades organizativas					■
28. Dotación de factores y eficiencia en gestión de recursos directivos	■				

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes de evidencia del caso.

De esta manera, hemos pretendido perfilar un patrón de comportamiento factorial causativo de CIE Automotive vinculado a cada uno de los factores clave explicativos en tres aspectos estudiados (localización, proceso de internacionalización y multinacionalización). Para ello, hemos evaluado cada uno de los factores clave, a través de la escala Likert<sup>7</sup>,

en donde «1» indica relevancia nula o muy baja y 5 muy alta. De esta manera, no sólo podemos asimilar la confirmación o no del factor como relevante en la explicación del fenómeno descrito, sino que, dada la evaluación de su relevancia en cinco niveles, nos permite matizar diferencias tanto en los nive-

<sup>7</sup> Esta evaluación ha sido realizada por los propios directivos entrevistados, valorando de 1 a 5 la relevan-

cia del factor analizado y en última instancia ha sido reinterpretada por el investigador en el análisis comparativo de los distintos factores.

les confirmatorios (4-5), como en los niveles no confirmatorios (1-2).

## 5. CONSIDERACIONES FINALES

Contextualmente, el sector de actividad de fabricación y comercialización de componentes de automóvil forma parte de un sector como es el de automoción, sector paradigmático y típicamente global según las clasificaciones sectoriales de Hout et al. (1982) y Porter (1998) y de Grant (2004), y de sector transnacional según la clasificación de Ghoshal y Nohria (1993).

Su estructura de los grandes fabricantes y los niveles *Tier 1* y *2* de forma piramidal ramificada con tendencia a la concentración en todos y cada uno de sus niveles y a la integración funcional de las actividades de cada agente caracteriza a este sector. La orientación al mercado global, el perfil de proveedor global e integrador son otros aspectos clave del sector. En el mismo se produce la coexistencia de fuerzas globalizadoras y localizadoras. No obstante, predominan las primeras sobre las segundas.

En relación con el nivel de desarrollo internacional como indicador de crecimiento empresarial, consideramos a CIE Automotive como una EMN productiva consolidada con orientación global desde origen con 12 años de experiencia exportadora y 8 de multinacionalización con IPE de elevado alcance de valor. Ha seguido un proceso inversor y crecimiento continuamente acelerado, con un total de 34 IPE creadas o adquiridas en el periodo 2000-2007, y consecutivo, ya que todos los años ha habido nuevas IPE desde el inicio de la estrategia de multinacionalización. Este proceso ha tenido una extraordinaria densidad reciente. De hecho, se generan o adquieren 5 IPE en

2005 y 6 IPE durante 2006 y 7 IPE más durante 2007. Todo el proceso está alineado y orientado geográficamente al mercado global siguiendo la evolución requerida por sus clientes del sector de automoción los fabricantes de vehículos (OEM) que suministran vehículos que venden al consumidor final y proveedores de componentes *Tier 1* que suministran funciones que venden a los OEM. El proceso de internacionalización discurre de forma natural por su filosofía de orientación al cliente, liderazgo y crecimiento global ante el diagnóstico original de evolución global del sector de automoción.

En este sentido, podemos considerar a CIE Automotive como una EMN, esencialmente, transnacional. La necesidad de una gran integración global y alta coordinación se justifica desde la posición de proveedor global que requiere el cliente posicionado en todas las áreas geográficas y que negocia y actúa desde una sola posición para todo el mercado (fuerzas globalizadoras). No obstante, en ese mismo contexto, se requiere de cierta adaptación a las características específicas de algunos mercados (fuerzas localizadoras) y una cierta configuración de las actividades de valor para gestionar la competitividad a través del coste de los factores. De este modo, se plantea una estrategia mundial desde el abastecimiento de los mercados relevantes con criterios de cercanía y plataforma.

En cuanto a las razones y factores clave de la internacionalización como estrategia de crecimiento hay que señalar que la evolución del sector del automóvil, ya en la década de 1980 había provocado un profundo cambio en sus reglas de juego. Además el entorno competitivo en el sector auxiliar de automoción se caracterizaba por la deslocalización de las plantas productivas de los grandes clientes hacia paí-

ses con una mano de obra más barata forzando a las empresas auxiliares a seguirlos por todo el mundo y por procesos de concentración sectorial en el ámbito de los grandes fabricantes de automóviles (OEM), que dejaban el mercado mundial controlado escasamente por una decena de fabricantes.

El cambio del entorno sectorial ha continuado durante la última década del siglo pasado y del presente. Uno de los factores más influyente ha sido la concentración de los OEM con una delegación creciente en los proveedores de primer nivel (*Tier 1*) de funciones de desarrollo, mientras que éstos comenzaban a delegar en los proveedores de segundo nivel (*Tier 2*) sus propias funciones de desarrollo. El número de competidores *Tier 1* y *Tier 2* de referencia a escala mundial seguían la misma tendencia que el número de grandes fabricantes de automóviles. Al escenario probable de concentración a medio plazo con necesidad de mayores capacidades, CIE Automotive responde con un primer plan estratégico que interpreta correctamente las señales emitidas al apostar por la creación de un grupo multitecnológico que permitiera ofrecer soluciones globales a los clientes; por una posición de proveedor de segundo nivel, bien delimitada, ya que existía un riesgo de dispersión excesiva; y por el alto valor añadido técnico-comercial, para responder adecuadamente a las necesidades de los clientes.

En este sentido, la Corporación contaba precisamente con centros tecnológicos donde trabajaban especialistas en las tecnologías que abarcaba y dominaba el grupo. Esto permitió resolver la necesidad del cliente desde su mismo diseño. La empresa participaba en el diseño, conjuntamente con el cliente (fabricante del sistema res-

pectivo), resolviendo desde el principio la factibilidad de la pieza, proponiendo incluso diferentes técnicas con materiales alternativos (metal, plástico, etc.), así como los costes asociados a cada una de las soluciones. Con ello, se consiguen, como es lógico, unas economías de tiempo y coste tremendamente interesantes para ese cliente. Este planteamiento era muy poco común entre las empresas del sector. De esta forma, el *Tier 2* comienza a asumir las funciones de desarrollo del *Tier 1*. Esto tiene una conexión fortísima con la internacionalización, ya que, por una parte, la fuerza ejercida por el cliente para tenerle cerca era ya ineludible, obligando a CIE Automotive a localizarse donde el cliente estuviera; y por otra, suponía entrar en una dinámica de inversión y de costes, solamente asumible con una demanda de mercado superior (masa crítica) que, a través de economías de escala y aprendizaje compensara el esfuerzo inversor, por lo que había que dirigirse al mercado global.

Evidentemente, acometer esta expansión geográfica y tecnológica habría sido imposible sin las posibilidades financieras que han permitido tales ingentes inversiones, sustentadas en los buenos resultados económicos y en las capacidades que aportó la sociedad INSSEC al proyecto.

Estos mismos argumentos ya justificaron el proceso de integración acontecido en 2002, ya que éste era consecuencia también de una reacción de ambos grupos ante la evolución, tanto de la industria de OEM, como de los suministradores de componentes de automoción de primer nivel (*Tier 1*), que presentaba una clara tendencia a la globalización de la fabricación y de los mercados, dada la intensificación de la competencia en los mercados sobre todo el europeo.

El patrón de crecimiento de CIE Automotive parece haber seguido las directrices de la Teoría evolutiva de la EMN por recursos superiores (conocimiento en multitecnologías) y capacidades organizativas. El proceso de internacionalización acelerado desde origen se asimila a la nueva empresa internacional (NEI) debido a la orientación a clientes con relaciones de proximidad, visión directiva global, tipo de empresario, compromiso de la dirección, conocimiento y experiencia internacional previa o acumulada, estrategia internacional proactiva, creación de valor añadido, gestión de recursos intangibles y singulares y gestión del riesgo a través de la flexibilidad estratégica

y organizativa para adaptarse rápidamente a las condiciones muy cambiantes del entorno internacional.

El área de automoción del Grupo CIE Automotive ha mantenido su crecimiento rentable y sostenido durante 2007 con unas ventas consolidadas de 1.057 millones de euros (un 18,7% más que el periodo anterior), y con un resultado bruto de explotación EBITDA de 156 millones de euros (un 18,6% superior al del periodo anterior). Su entrada en el negocio de biocombustibles no hace sino anticipar una continuidad en la senda del crecimiento diversificado de un grupo empresarial a través de la internacionalización.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACERÍA Y FORJAS DE AZCOITIA (2001): «Memoria anual 2001», incluye, Informe de Auditoría, *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión del Grupo*.
- ARIAS, M. (2003): «Metodologías de investigación emergentes en economía de la empresa», *Papers Proceedings 2003*, XVII congreso nacional XIII congreso hispano-francés AEDEM, Université Montesquieu Bordeaux IV, Bordeaux, 19-28.
- BASES DE DATOS SABI (versión 2006)
- BASES DE DATOS CIVEX (versión actualizada)
- BONACHE, J. (1999): «El estudio de casos como estrategia de construcción teórica: características, críticas y defensas», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 3, enero-junio: 123-140.
- CEPEDA, G. (2006): «La calidad en los métodos de investigación cualitativa: principios de aplicación práctica para estudios de casos», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, Vol. 29: 57-82.
- CIE AUTOMOTIVE (2002): «Memoria anual», incluye, Informe de Auditoría, *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de gestión del Grupo*.
- 2003: «Informe semestral 1.º y 2.º semestre».
- 2003: «Informe anual», incluye Memoria, Informe de Auditoría, *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión del Grupo*.
- 2004: «Informe semestral 1.º y 2.º semestre».
- 2004: «Multitecnología en un mercado global, Informe anual», incluye Memoria, Informe de Auditoría, *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión del Grupo*.
- 2005: «Informe semestral 1.º y 2.º semestre».
- 2005: «Informe anual», incluye Memoria, Informe de Auditoría, *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión del Grupo*.
- 2005: «Archivos de presentación Feria Exporta».
- 2005: «Archivo de presentación a medios de comunicación del Grupo CIE Automotive en Bilbao», 16 de diciembre.
- 2006: «Informe semestral 1.º y 2.º semestre».
- 2006: «Informe anual», incluye Memoria, Informe de Auditoría, *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión del Grupo*.
- 2006: «Archivo de presentación rueda de prensa», 10 de abril.
- 2006: «Archivo de presentación a analistas», 9 de mayo.
- 2007: «Informe semestral 1.º y 2.º semestre».
- 2007: «Informe anual», incluye Memoria, Informe de Auditoría, *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión del Grupo*.
- 2003-2008: «Boletines Informativos», 1 (oct. 2003), 2 (feb. 2004), 3 (jun. 2004), 4 (oct. 2004), 5 (feb. 2005), 6 (jul. 2005), 7 (dic. 2005), 8 (abr.2006), 9 (jul. 2006), 10 (dic. 2006), 11 (abr. 2007), 12 (sep. 2007), 13 (4.º trim. 2007), 14 (1.º trim. 2008).
- Notas de prensa de la empresa en página web (múltiples).
- EINSENHARDT, K.M. (1989): «Building Theories from Case Study Research», *Academy of Management Review*, Vol. 14, 4: 532-550.
- 1991: «Better Stories and Better Constructs: The Case for Rigor and Comparative Logic», *Academy of Management Review*, Vol. 16, 3: 620-627.
- FONG, C. (2002): «Rol que juegan los activos intangibles en la construcción de ventaja competitiva sustentable en la PYME. Un estudio de casos con empresas de Cataluña y Jalisco», *Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona, Barcelona*.
- 2005: «El estudio de casos en la investigación de la ventaja competitiva: criterios a evaluar», *Papers Proceedings*, XIX congreso nacional XV congreso hispano-francés AEDEM, Universidad Michoacana de San Nicolás de Hidalgo, México, 406-421.
- GHOSHAL, S. Y NOHRIA, N. (1993): «Horses For Courses: Organizational Forms For Multinational Corporations», *Strategic Management Review*, Vol. 34: 23-35.
- GRANT, R.M. (2004): «Dirección estratégica. Conceptos, técnicas y aplicaciones», *Cívitas*, 4ª ed., Madrid.
- HAMEL, J. (1992): «The case method in Sociology, Introduction: New Theoretical and Methodological Issues», *Current Sociology*, Vol. 40, 1: 1-7.
- HAMEL, J.; DUFOUR, S. Y FORTIN, D. (1993): «Case Study Methods», *Sage Publications*, Newbury Park, California.

- HOUT, T.; PORTER, M.E. Y RUDDEN, E. (1982): «How Global Companies Win Out», *Harvard Business Review*, Vol. 60, 5: september- october, 98-108.
- MAXWELL, J.A. (1996): «Qualitative Research Design: An Interactive Approach», Sage Publications, Thousand Oaks.
- 1998: «Designing a Qualitative Study» en BICKMAN, L. Y ROG, D.J. (eds.): «*Handbook of Applied Social Research Methods*», Sage Publications, Thousand Oaks, 69-100.
- OLTRA, V. (2003): «Hacia la gestión del conocimiento: el papel clave de la Dirección de recursos Humanos. Una investigación empírica cualitativa», *XIII Congreso ACEDE*, Salamanca.
- PORTER, M.E. (1998): «Clusters and the new economics of competition», *Harvard Business Review*, noviembre-diciembre, 77-90.
- RIALP, A. (1998): «El método del caso como técnica de investigación y su aplicación al estudio de la función directiva», ponencia presentada en el *IV Taller de Metodología ACEDE*, 23-25 de abril, Arnedillo, La Rioja.
- RIALP, A.; MARTÍNEZ, P.C. Y RIALP, J. (2005a): «El Desarrollo Exportador de las PYMES Industriales Españolas Participantes en un Consorcio de Exportación: un Estudio de Caso», *Cuadernos de Gestión*, Vol. 5, 2, número especial, 95-116.
- RIALP, A.; RIALP, J.; URBANO, D. Y VAILLANT, J. (2005b): «The Born-Global Phenomenon: A Comparative Case Study Research», *Journal of International Entrepreneurship*, Vol. 3, 2: 133-171.
- RUIZ, J. I. (1996): *Metodología de la investigación cualitativa*, Universidad de Deusto, Bilbao.
- SARABIA, F. J. (1999): *Metodología para la investigación en marketing y dirección de empresas*, Ed. Pirámide, Madrid.
- STAKE, R.E. (1994): «Case Studies», en DENZIN, N. K. Y LINCOLN, Y. S. (eds.): *Handbook of Qualitative Research*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA, 236-247.
- STOEKER, R. (1991): «Evaluating and Rethinking The Case Study», *The Sociological Review*, Vol. 39, 1: 88-112.
- VAILLANT, Y.; URBANO, D. Y VAILLANT, Y. (2006): «Un estudio cualitativo y exploratorio de cuatro nuevas empresas exportadoras», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, Vol. 29, 107-132.
- VILLARREAL, O. (2005): «La internacionalización de la empresa y la empresa multinacional: una revisión conceptual contemporánea», *Cuadernos de Gestión*, Vol. 5, 2, número especial, 55-73.
- 2007: «La Estrategia de Internacionalización de la Empresa. Un Estudio de Casos de Multinationales Vascas», Tesis Doctoral, Universidad del País Vasco-Euskal Herriko Unibertsitatea, Bilbao.
- 2008: «La internacionalización de la empresa: el modelo de las diez estrategias», *Revista Internacional Administración y Finanzas*, Vol. 1, 1: 67-82.
- VILLARREAL, O.; GARCÍA, J. D. Y PÉREZ, M.A. (2006): «Abstracción ecléctica de la empresa multinacional: una revisión teórica multifocal de la internacionalización», *Actas del XV Congreso Internacional AEDEM*, Buenos Aires (Argentina), 147-164.
- VILLARREAL, O.; GÓMEZ, O.; LERTXUNDI, A.; URIONABARRINETXEA, S. Y MATEY, J. (2004): «Implantación de las empresas vascas en los mercados exteriores: una visión desde la práctica en su operativa diaria», *Cluster Conocimiento*, Bilbao.
- VILLARREAL, O. Y LANDETA, J. (2007): «El estudio de casos como metodología de investigación científica en economía de la empresa y dirección estratégica», *Empresa Global y Mercados locales*. XXI Congreso Anual de AEDEM, Madrid, 116.
- YIN, R.K. (1989): «Case Study Research. Design and Methods», *Applied Social Research Methods Series*, Vol. 5, Sage Publications, London.
- 1993: «Applications of case study research», Sage Publications, London.
- 1994: «Case Study Research. Design and Methods», *Applied Social Research Methods Series*, Vol. 5, Second Edition, Sage Publications, London.
- 1998: «The Abridged Version of Case Study Research», en BICKMAN, L. Y ROG, D.J. (eds.): *Handbook of Applied Social Research Methods*, Sage Publications, Thousand Oaks, 229-259.
- ZABALA, K. Y ZUBIAURRE, A. (2003): «Corporación Industrial Egaña-CIE Automotiva, un nuevo modelo de empresa en el sector de automoción» en *Cluster Conocimiento* (2003): *Empresas avanzadas en gestión*, Zamudio.

## Otras fuentes de evidencia del caso

### 1) Cuestionarios y entrevistas múltiples en profundidad a varios directivos

Entrevistas personales a José Antonio Marcotegui (Asesor de la Presidencia y Responsable de Relaciones Institucionales de CIE Automotive, Consejero de CIE Brasil y de BIONOR) realizadas el 27 de noviembre de 2003 y el 18 de mayo de 2006 en Bilbao. Cuestionario respondido por e-mail el 7 de octubre de 2004 y telefónico el 9 de octubre de 2004.

Entrevista personal a Marco Pineda (controller de division mecanizado de CIE Mecauto, CIE Gameko y CIE Mecasur) realizada el 30 de mayo de 2006 en CIE Mecauto en Jándiz (Álava). Cuestionario respondido por e-mail el 22 de junio de 2005.

### 2) Observación directa

Realizando visitas periódicas *in situ* a las oficinas de CIE Automotive en Bilbao y a la planta de CIE Mecauto en Jándiz (Álava). Asistencia a conferencias de los directivos de CIE Automotive (José Antonio Marcotegui, Marcos Echeita) impartidas en ámbitos profesionales: Master en Gestión de Empresas de la UPV/EHU en Bilbao el 20 de febrero de 2003; Congreso Exporta 2005 organizado por ICEX y SPRI en Barakaldo el 6 de julio de 2005; y Encuentro Anual de Profesionales del Marketing y el Comercio Internacional organizado por la Cámara de Comercio de Bilbao y ESIC en Bilbao el 13 de junio de 2005.

# *Alianzas estratégicas en el sector bancario español que cotiza en bolsa*

264

De la diversidad de relaciones que establecen las empresas entre sí, este trabajo analiza las estructuras u organizaciones en red, con el fin de determinar si estos nuevos vínculos entre empresas contribuyen a generar valor para sus accionistas. La metodología de eventos se aplica a una muestra de 467 anuncios de alianzas estratégicas en las que, al menos, participa un banco español cotizado en la Bolsa de Madrid, en el periodo 1996-1999. Los resultados obtenidos nos permiten afirmar, en primer lugar, que las alianzas estratégicas, en media, incrementan el valor del banco. Segundo, que las alianzas que se estructuran con fórmulas que involucran capital crean más valor que aquellas que no lo hacen. Tercero, que si bien los resultados apuntan a que las alianzas nacionales, en media, crean valor, no se encuentra evidencia de que las alianzas internacionales, con independencia de la forma en que se defina la variable internacional, modifiquen significativamente el valor de las acciones del banco anunciante.

*Enpresek beren artean ezartzen dituzten bateko edo besteko harremanetatik, lan honetan sareko egitura edo antolakundeak aztertzen dira, zehazteko ea enpresen arteko lotura berri horiek beren akziodunentzako balioa sortzen laguntzen duten. Metodologia hori 467 aliantza-iragarkiko lagin bati aplikatzen zaio, zeinetan, gutxienez, Madrilgo burtsan kotizatutako banku espainiar batek parte hartu duen 1996-1999 epean. Emaizten argitan, esan dezakegu, lehenik eta behin, aliantza estrategikoen, gehienek behintzat, bankuaren balioa handitzen dutela. Bigarrenik, kapitala tarteko duten formulez bidez egituratzen diren aliantzek balio handiagoa sortzen dutela halakorik egiten ez dutenek baino. Hirugarrenik, nahiz eta emaitzek adierazten duten estatu mailako aliantzek, batez beste, balioa sortzen dutela, ez dago frogarik esateko nazioarteko aliantzek, nazioarteko aldagai hori nola zehazten den alde batera utzita, banku iragarlearen akzioen balioa modu nabarmenean handitzen dutela.*

Of the variety of relations established between firms, this paper analyses networking structures and organizations in order to determine whether these new links between firms help to create value for their shareholders. Event methodology is applied to a sample of 467 announcements of strategic alliances in which, at least, one of the firms involved was a bank trading on the Madrid Stock Market during 1996-1999. The results obtained show, firstly, that strategic alliances, on average, increase the value of the bank; secondly, that alliances based on formulae involving capital create more value than those alliances that aren't. Thirdly, that although the results suggest that domestic alliances, on average create value, there is no evidence to show that international alliances, regardless of how the international variable is defined, alter the value of the announcing bank's shares.



## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Cambios en la estructura del sector bancario español
  3. Descripción del método y selección de la muestra
  4. Resultados del análisis
  5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: creación de valor, alianzas estratégicas, sistema bancario, estudios de acontecimientos, organizaciones en red.

Keywords: value creation, strategic alliances, banking system, event studies, networking organization.

N.º de clasificación JEL: L14, L24, G14, G21, D74.

### 1. INTRODUCCIÓN

Las nuevas formas de competir en el mercado hacen que hoy en día resulte difícil determinar con claridad los límites de la empresa, esto es, dónde termina una empresa y empieza otra distinta. La necesidad de mayores dimensiones para competir en mercados cada vez más globalizados así como la imposibilidad de que una empresa desarrolle por sí sola todos los recursos y habilidades necesarios para el éxito, conducen a las empresas a establecer diferentes nexos de unión entre ellas para alcanzar dichos objetivos.

La diversidad de relaciones que establecen entre sí las empresas utilizando diferentes tipos de vínculos hace también difícil de-

limitar el concepto de grupo, tanto desde un punto de vista económico como sociológico. Así, la clásica pregunta formulada por Coase en 1937 de ¿por qué existen las empresas?, ha dado paso a otra cuestión paralela más acorde con el entorno competitivo actual: ¿por qué existen las agrupaciones de empresas y qué estructuras adoptan?

En este sentido, Smangs (2006), tratando de catalogar y conceptualizar la compleja variedad de relaciones que pueden establecerse entre las empresas, diferencia entre tres estructuras distintas: a) *business group*; b) *corporate group*; y c) *network forms of organization*.

El *business group* es un conjunto de empresas ligadas entre sí a través de propietarios comunes e intercambios de consejeros. La principal diferencia entre los denominados *business groups* y *corporate groups* es

---

\* Este trabajo ha sido financiado por CICYT-FEDER. Proyecto de Investigación SEJ2005-07341/ECON.

que en los primeros, la coordinación se basa de forma muy importante en lazos sociales, mientras que en los segundos se basa en mecanismos legales.

En lo que respecta a las organizaciones en red (*networks forms of organization*), se trata de un nuevo tipo de estructura organizativa en la que las empresas se vinculan a través de mecanismos diversos que incluyen las *joint ventures*, las franquicias, los consorcios, los contratos de *outsourcing* y las alianzas estratégicas en general, persiguiendo habitualmente objetivos de naturaleza exclusivamente económica.

Es precisamente este último tipo de relaciones el que va a ser objeto de análisis en el presente trabajo y con referencia a un sector específico, el sector bancario español. A través de las alianzas estratégicas o acuerdos de cooperación, cada socio aporta sus habilidades y conocimientos a la relación y a su vez, accede a recursos o competencias específicas de las que carece. Las alianzas estratégicas implican un nivel de compromiso superior a las transacciones de mercado pero, a diferencia de las fusiones o adquisiciones, no suponen una integración de las empresas socias. Se trata, pues, de fórmulas organizacionales muy flexibles que permiten a las empresas socias adaptarse a los cambios del mercado en que operan.

Aunque las alianzas estratégicas entre empresas resultan una práctica muy habitual, determinados sectores y empresas se han mostrado más proclives al uso de la cooperación que otros. En concreto, aquellas empresas que operan en entornos más dinámicos, que se sitúan en sectores de actividad recientemente liberalizados, o cuya competencia está más globalizada han sido especialmente activas en el uso de estas estrategias. El sector bancario, sometido a

un fuerte proceso de cambios, marcados especialmente por la entrada de España en la Unión Europea (en adelante UE), primero, y por su incorporación a la Unión Económica y Monetaria (en adelante UEM), después, reúne estas características y, en este sentido, las estrategias de cooperación a escala nacional e internacional han servido de forma importante a la banca privada para reforzar su posición competitiva ante las nuevas características del entorno.

El objetivo concreto del trabajo es analizar en qué medida las alianzas estratégicas suscritas por los bancos españoles durante el período 1996-1999, en el que la banca tuvo que prepararse para afrontar el reto de la UEM, contribuyeron a generar valor para sus accionistas. Además, dicha generación de valor se pone en relación con dos características relevantes de las alianzas estratégicas: su estructura de gobierno (alianzas en capital *versus* otro tipo de alianzas) y su alcance geográfico (nacional o internacional). La muestra está constituida por 467 anuncios de alianzas estratégicas en las que al menos participó un banco español cotizado en la Bolsa de Madrid.

Con el fin de evaluar el impacto que la formación de estas alianzas ha tenido para los inversores de los bancos participantes, se asume que el mercado de valores es eficiente y, por tanto, a través del estudio de la evolución de la cotización de las acciones del banco implicado, durante un breve período de tiempo en torno a la fecha del anuncio de la alianza, es posible identificar y cuantificar el carácter más o menos beneficioso de la operación para los accionistas. Este método de análisis es conocido como estudio de acontecimientos.

A partir de aquí, el trabajo se estructura como sigue: en el segundo apartado se

describen los principales retos que ha afrontado el sector bancario español en las últimas décadas; en el tercer apartado se presenta el método utilizado y el proceso de construcción de la muestra; los resultados de los análisis realizados se exhiben en el cuarto apartado; finalmente, se presentan las conclusiones del trabajo.

## **2. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL**

La aparición de grandes grupos bancarios españoles, capaces de competir a nivel mundial, es el resultado de una serie de acontecimientos que se han venido produciendo dentro del sector bancario español en las últimas cuatro décadas. Durante estos años, dos han sido las estrategias de crecimiento que más han utilizado las entidades bancarias; por un lado, las estrategias de alianzas y, por otro, las fusiones y adquisiciones. Las alianzas estratégicas se han venido produciendo a lo largo de todo el periodo, si bien con mayor intensidad conforme aumenta la rivalidad competitiva dentro del sector. Sin embargo, en el proceso de consolidación que se lleva a cabo vía fusiones y adquisiciones, se identifican dos momentos claves: el primero, inmediatamente posterior a la integración de España en la UE y, el segundo, simultáneo con el proceso de UEM.

Será a partir de 1974, y con mayor intensidad desde 1987, cuando se ponen en marcha todo un conjunto de medidas encaminadas a liberalizar el sector financiero español<sup>1</sup>, que permitirán dotar al sector

bancario de los elevados niveles de competencia que actualmente posee. Para conseguirlo, muchos han sido los cambios a los que se han tenido que enfrentar las entidades bancarias, encaminados, en general todos ellos, a mejorar la asignación de los recursos financieros a través de mecanismos de mercado.

En este nuevo entorno competitivo las entidades bancarias se vieron en la necesidad de crear, mantener o reforzar ventajas competitivas por medio de la especialización (productiva o geográfica) o del tamaño, buscando encontrar la dimensión óptima (Fuentes, 2001).

La entrada de España en la UE vino acompañada de un ciclo económico expansivo que aprovechó el gobierno español para dar un primer impulso a la consolidación del sector bancario español. Por un lado, la amenaza de que bancos extranjeros entraran en el mercado nacional comprando bancos nacionales, llevó al gobierno a apoyar la creación de entidades de tamaño suficiente que pudieran hacer frente a la competencia que se avecinaba, creando la figura de los «campeones nacionales» o «líderes nacionales»; por otro, la crisis bancaria que tuvo lugar en España en la primera mitad de los años ochenta y que dio lugar a algunas cuasi-quebras de pequeños bancos, que pronto se extenderían a bancos de mayor dimensión y que llegaría a afectar a un total de 58 de los 110 existentes<sup>2</sup>, impulsó la necesidad de dotar de más solvencia al sistema.

<sup>1</sup> Se eliminaron las limitaciones legales a la competencia; se liberalizan los tipos de interés, las comisiones bancarias, desaparecen los coeficientes de inversión obligatoria, disminuye el coeficiente de caja; se adopta el modelo de banca universal; se reforman los mercados de valores; etc.

<sup>2</sup> Vives (2001) justifica la crisis bancaria por el gran impacto de la crisis económica del petróleo, el propio negocio de banca universal de muchos bancos que les unía a empresas industriales, la falta de diversificación de los negocios industriales de los bancos, una inadecuada dirección y una inadecuada supervisión.

La reacción de los bancos españoles ante estas políticas dependió, en buena medida, de las condiciones de partida. Así, las entidades de tamaño mediano más ligadas a su territorio y con una orientación de negocio minorista optaron por estrategias de especialización productiva o territorial expandiéndose al mercado nacional, mientras que las de mayor tamaño optaron por estrategias de tamaño que les permitieran operar a escala nacional e internacional, con un mayor grado de diversificación de negocio. Como fruto de ello, llegó la primera gran fusión en 1988 entre los bancos de Bilbao y de Vizcaya; posteriormente —en 1991— tendría lugar la fusión del Banco Central con el Hispano y en 1994 el Banco de Santander compraría Banesto en subasta pública. Así, en un periodo de aproximadamente cinco años, y como resultado de estas operaciones, se produciría un aumento considerable del tamaño de buena parte de los bancos españoles.

Sin embargo, durante este mismo periodo, no se produjeron importantes fusiones o adquisiciones bancarias entre entidades españolas y bancos extranjeros, sino que, tal y como afirma Sanchis (1996), la fórmula de crecimiento más utilizada por los bancos privados fueron las estrategias de cooperación. Esta tendencia a realizar alianzas se mantiene y refuerza entre grandes bancos mediante alianzas panaeuropeas, como la protagonizada en 1988 por el Banco Santander y Royal Bank of Scotland, que permitió al banco cántabro adquirir el 9,9% del banco británico y a este último adquirir el 3% del Santander, con presencia mutua en sus respectivos consejos de administración.

En los noventa continúa el estrechamiento de los márgenes de intermediación así como el descenso generalizado en el nú-

mero de entidades de depósito europeas, sobre todo, en momentos de profunda recesión económica en los que se impone la necesidad de abordar las reformas estructurales pendientes.

El segundo gran impulso en el proceso de consolidación del Sistema Bancario Español coincidirá con la puesta en marcha en Europa de una moneda y política monetaria únicas. La culminación del proceso de creación de la UEM permitió crear un mercado «nacional» más amplio, la eliminación del riesgo de tipo de cambio en la eurozona, la completa liberalización de los movimientos de capital, la integración de la banca y los mercados financieros, la fijación irrevocable de los tipos de cambio y la constitución de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Todos estos cambios supusieron, al igual que a mediados de los ochenta, que de nuevo algunas entidades optaran por estrategias que les permitieran adquirir un tamaño suficiente para competir en el ámbito europeo, reducir el exceso de capacidad bancaria instalada o incrementar la solvencia del sector (Humphrey y Carbó, 2000), lo que provocó un aumento importante de la concentración del sector bancario en los distintos países europeos a través de numerosas fusiones y adquisiciones nacionales. En España, sería a finales de los noventa, y más concretamente en el año 99, cuando se produjeron los últimos procesos importantes de concentración que han tenido lugar dentro de la industria bancaria española, las fusiones de los Bancos Santander y BCH a principios de 1999, por una parte, y de BBV y Argentaria, a finales de ese mismo año, por otra. Estas dos fusiones, llevadas a cabo entre cuatro de los primeros bancos del país, supusieron la creación del primer y segundo banco más

grande de España, respectivamente, y les permitió situarse entre los 10 bancos primeros de la zona euro.

Pero la UEM no ha culminado con importantes fusiones o adquisiciones entre bancos europeos<sup>3</sup>, como cabría esperar, sino en alianzas dentro del campo de la gran banca privada (Pérez *et al.*, 2000).

Los bancos españoles, desde la firma del Tratado de Maastricht hasta la puesta en marcha de la moneda única, han estado preocupados por adaptar sus negocios a las exigencias del sector, en un entorno cada vez más competitivo. Para ello no han recurrido de manera sistemática a operaciones de concentración sino que su estrategia de crecimiento la han basado en el desarrollo de alianzas, tanto en las operaciones de balance como para las actividades fuera de balance. Así, durante los años previos a la UEM, en concreto, aquellos que van a ser objeto de estudio en este trabajo, 1996-1999, se constata la formación de alianzas para incrementar el negocio y mejorar la eficiencia de las entidades: entre bancos y compañías de seguros, que da origen a lo que se conoce como *bancassurance*; con empresas de alta tecnología para la apertura de nuevos canales de distribución; con empresas de sectores como la energía o telecomunicaciones para acceder a nuevas oportunidades de negocio; para subcontratar aspectos no estratégicos del negocio; para desarrollar productos y servicios financieros a medida; para mejorar la gestión bancaria, etc.

Por lo que los cambios que se han producido en la industria bancaria desde la en-

trada de España en la UE y posteriormente en la UEM, no han desencadenado, mayoritariamente, procesos de fusión sino que han llevado a los bancos españoles a formar alianzas, tanto con otros bancos, nacionales o no, como con empresas pertenecientes a su cadena de valor o de aquellos sectores en los que desea entrar.

### 3. DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

#### 3.1. Método

El método aplicado en este trabajo es la conocida por *event study* o técnica de estudio de acontecimientos. Esta técnica ha sido ampliamente utilizada en campos diversos como las finanzas, estrategia, contabilidad, marketing, etc, para medir el impacto que la aparición en el mercado de nueva información sobre un determinado evento tiene sobre el valor de las empresas afectadas.

Los estudios de acontecimientos o *event studies* se basan en un supuesto de comportamiento racional de los mercados de capitales o, en otros términos, de eficiencia informacional de los mismos. La cotización de las acciones de una empresa refleja fielmente las expectativas de los inversores sobre su eficiencia y rentabilidad a largo plazo. Cualquier información pública que afecte al valor de la empresa será incorporada inmediatamente al precio de los títulos por el mercado. Por tanto, a través del análisis de la evolución del rendimiento de las acciones de las empresas afectadas en un breve período en torno a la fecha del anuncio de un evento y, mediante un adecuado aislamiento de otros factores, puede medirse la influencia del evento en cuestión sobre el valor de estas empresas. Así, hemos estimado el rendimiento anormal de un título i

<sup>3</sup> Las fusiones y adquisiciones internacionales en la industria bancaria europea a menudo se han llevado a cabo con bancos de fuera de la zona euro (véase América Latina y Sudeste Asiático).

en un día  $t$  como la diferencia entre su rendimiento observado y su rendimiento normal o esperado en el supuesto de que el evento (anuncio de la alianza estratégica) no se hubiese producido. De esta forma se pretende aislar la parte del rendimiento observado debida exclusivamente al anuncio del evento. Analíticamente, la expresión de cálculo del rendimiento anormal es:

$$AR_{it} = R_{it} - \tilde{R}_{it}$$

$AR_{it}$  es el rendimiento anormal del título  $i$  en el día  $t$ .

$R_{it}$  es el rendimiento observado del título  $i$  en el día  $t$ , corregido por dividendos, ampliaciones y *splits*.

$\tilde{R}_{it}$  es el rendimiento esperado del título  $i$  en el día  $t$ .

El rendimiento esperado del título  $i$  en el día  $t^4$  se ha obtenido a través del modelo de mercado, el cual establece una relación lineal entre el rendimiento de cada título y el rendimiento del mercado (Sharpe, 1964).

$$\tilde{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i \tilde{R}_{mt}$$

donde,

$\tilde{R}_{it}$  = Variable aleatoria que representa el rendimiento que ofrecerá el título  $i$  en el día  $t$ .

$\alpha_i$  = Parámetro que recoge la parte del rendimiento del título  $i$  no debida a variaciones del mercado.

$\beta_i$  = Parámetro que recoge el riesgo sistemático, no diversificable, o de mercado del título  $i$ .

<sup>4</sup> Aunque por simplicidad hablamos de títulos, en realidad estamos considerando por título  $i$  aquél que realiza el anuncio  $i$ , con independencia de que sea un banco u otro. Es decir, el subíndice  $i$  no hace referencia a un banco concreto (banco  $i$ ) sino a un anuncio concreto (anuncio  $i$ ), dado que ésta es nuestra unidad de análisis. Por tanto,  $i=1,2,3,\dots,467$ .

$\tilde{R}_{mt}$  = Rendimiento del mercado en el día  $t$ , calculado en nuestro caso, a partir de la variación en el IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid).

La estimación de los parámetros característicos del título  $i$  en el modelo de mercado se ha llevado a cabo considerando un intervalo de 180 días que comienza 200 días antes de la fecha en la que aparece en prensa la noticia relativa a la formación de la alianza. Así, llamando  $t = 0$  a la fecha del anuncio, los parámetros del modelo de mercado han sido estimados utilizando el intervalo temporal  $(-200,-21)$ . Este período de estimación termina 20 días antes del suceso con el fin de excluir posibles rentabilidades anormales previas al anuncio del mismo. Una vez obtenidos los rendimientos anormales, éstos han sido agregados en dos dimensiones, entre títulos y a lo largo de varios días.

Así, el rendimiento anormal medio en un día  $t$  ( $AAR_t$ ) se obtiene como promedio de los rendimientos anormales obtenidos por los distintos títulos en dicho día.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Las rentabilidades anormales promedio acumuladas para distintos intervalos de tiempo  $(t_1, t_2)$ , las denotamos como  $CAAR(t_1, t_2)$ . Una cuestión importante en la aplicación del método de eventos es la elección del periodo en el que se acumulan los rendimientos anormales promedio. Este periodo se denomina ventana del suceso y en numerosos trabajos comprende el intervalo  $(-1,0)$ , es decir, el día del anuncio y el anterior. Adoptando una posición un poco más conservadora que permita la posibilidad tanto de un cierto adelanto como retraso en la respuesta del mercado y, teniendo

en cuenta además, que no siempre es fácil la identificación exacta de la fecha del anuncio, los rendimientos anormales medios se han acumulado en ventanas de diferente amplitud ( $t_1$ ,  $t_2$ ). Para analizar la significatividad estadística de la información proporcionada por los  $AAR_t$  y los  $CAAR(t_1, t_2)$ , hemos utilizado el test de Brown y Warner (1985). Además, y con el fin de reducir la influencia de los *outliers* de la muestra, se indica el porcentaje de valores positivos existentes y si dicho porcentaje es significativamente diferente del 50% (test de la mediana).

### 3.2. Selección de la muestra

La muestra utilizada en este estudio comprende 467 anuncios de alianzas estratégicas publicadas desde 1996 hasta 1999, en las cuales, al menos, una de las empresas implicadas era un banco cotizado en la Bolsa de Madrid durante el periodo de estudio, para los cuales disponíamos de información acerca de sus cotizaciones diarias, no sólo del periodo de estudio sino también del periodo previo al evento, para poder aplicar el método de eventos.

Los datos han sido obtenidos a partir de la base de artículos de prensa Baratz, que contiene noticias económicas publicadas en los principales diarios españoles, así como en revistas de información general y especializada<sup>5</sup>. Se buscaba obtener todas aquellas alianzas publicadas entre el 1 de

enero de 1996 y el 31 de diciembre de 1999 en las que estuviera implicado alguno de los bancos españoles que cotizaban en la Bolsa de Madrid en todo el periodo o en parte del mismo. Inicialmente, se identificaron 690 anuncios. Sin embargo, la ausencia de información sobre cotizaciones así como la contaminación de algunos de estos anuncios por otros realizados en la misma fecha sobre otros eventos distintos como ampliaciones de capital, reparto de dividendos, anuncios de varias alianzas simultáneamente, etc, llevaron a que la muestra final quedase reducida a 467 anuncios distintos.

El cuadro n.º 1 recoge el análisis descriptivo de la muestra en términos de la distribución temporal y por entidad de las alianzas bancarias. La distribución anual de los anuncios de alianzas muestra cómo éstas caen de forma continuada durante el periodo de estudio. Estos resultados pueden deberse, en parte, a la exclusión de cotización de tres de los bancos de la muestra en el año 1998.

En general, cuando se analiza el número de anuncios de alianzas por banco, se observa cómo el tamaño del banco y el número de anuncios realizados en el periodo de estudio están directamente relacionados. El Banco Bilbao Vizcaya (BBV) es el más activo en cuanto a la formación de alianzas y también el más grande por volumen total de activos. En número de alianzas le sigue muy de cerca el Banco Central Hispano (BCH) y a más distancia Santander y Argentaria. Estos datos deben ser tratados con cierta cautela, puesto que la información sobre alianzas publicada en la prensa está sesgada a favor de los grandes bancos, lo que supone que éstos estarán sobre-representados en la muestra.

<sup>5</sup> A pesar de que la información contenida en la base de datos procede de más de 140 publicaciones, la mayor parte de los anuncios proceden de los diarios de información económica, en menor medida de los diarios generales de tirada nacional y de forma casi residual de los periódicos de tirada regional y de revistas especializadas. Dentro de la prensa económica están los diarios Expansión, 5 Días y La Gaceta de los Negocios.

Cuadro n.º 1

**Distribución de los anuncios de alianzas en los que participan bancos españoles por año y banco**

Año del anuncio	Número	% sobre el total
1996	149	31,91
1997	121	25,91
1998	106	22,70
1999	91	19,48
Banco		
BBV	83	17,77
BCH	77	16,49
Banco Santander	59	12,63
Argentaria	57	12,21
Banesto	28	6,00
Banco Popular	27	5,78
BSCH	25	5,35
Bankinter	23	4,93
Banco Pastor	16	3,43
Banco Zaragozano	16	3,43
Banco Guipuzcoano	15	3,21
Banco Valencia	9	1,93
Banco Atlántico	7	1,50
BEX	5	1,07
Banco Herrero	5	1,07
Banco Andalucía	3	0,64
Banco Galicia	3	0,64
Banco Vasconia	3	0,64
Banco Vitoria	2	0,43
Commerzbank	2	0,43
Banco Crédito Balear	1	0,21
Banco Simeón	1	0,21
<b>Total</b>	<b>467</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Elaboración propia.

#### 4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS

##### 4.1. Creación de valor a través de las alianzas estratégicas

En general, los acuerdos de cooperación o alianzas estratégicas pueden situarse conceptualmente en un continuo de moda-

lidades identificadas como estructuras de gobierno híbridas, a medio camino entre el mercado y la empresa. La cooperación recoge características de ambos y permite, al menos parcialmente, aprovechar las ventajas de ambas alternativas. Del mercado, la autonomía que las empresas participantes mantienen con posterioridad a la firma del



acuerdo, y de la empresa, compartir con los socios un plan para la realización de las actividades objeto del acuerdo. Esta conceptualización de las alianzas estratégicas se inscribe, claramente, en el marco de la teoría de los costes de transacción.

Desde otro punto de vista, las alianzas estratégicas pueden considerarse una modalidad de crecimiento empresarial situada entre el crecimiento interno y las fusiones y adquisiciones de empresas. En este sentido, las alianzas estratégicas permiten que la empresa crezca sin realizar ella sola todas las inversiones, pero, a la vez, sin tener que hacerse con activos innecesarios como consecuencia de una compra o fusión.

De acuerdo con Madhok y Tallman (1998), son dos los factores que determinan el valor que se genera a través de una alianza: por un lado, las rentas que derivan de la combinación de los recursos de las empresas que colaboran y, por otro, los costes asociados a la realización de las transacciones mediante la alianza.

Aunque son muy diversas las fuentes de las que pueden emanar las rentas potenciales de la cooperación, éstas pueden agruparse básicamente en dos. En primer lugar, las empresas que suscriben el acuerdo pueden beneficiarse de una mayor eficiencia en la realización de actividades como consecuencia del acceso a recursos complementarios, la obtención de economías de escala o alcance o la reducción del riesgo. En segundo lugar, la cooperación empresarial es una estrategia que puede servir a las empresas para coludir y, por tanto, alcanzar a través de ella un mayor poder de mercado.

Con respecto a los costes potenciales que derivan de la cooperación entre empresas, éstos pueden clasificarse en costes de

coordinación y costes de motivación. Así, por un lado es necesaria una continua coordinación entre las partes que permita alcanzar los fines previstos y, por otro, es preciso también evitar los riesgos derivados de los posibles comportamientos oportunistas por parte de alguno de los socios.

Aunque la combinación de beneficios y costes potenciales y su cuantificación varían según las características particulares de cada acuerdo, desde un punto de vista racional, las empresas sólo decidirán cooperar cuando perciban unos beneficios potenciales superiores a los costes potenciales y, por tanto, sea posible generar un valor neto positivo a través de la cooperación. Desde esta perspectiva resulta coherente, por tanto, que la mayor parte de los estudios empíricos realizados constaten la generación de valor a través de alianzas estratégicas (Chiou y White, 2005; Brooke y Oliver, 2005; Johnson y Houston, 2000; Chen *et al.*, 1991; Fröhls *et al.*, 1998; Reuer y Koza, 2000; Chan *et al.*, 1997; Das, Sen y Sengupta, 1998), por lo que la creación de valor se convierte en la razón de ser de la cooperación entre empresas (Dyer, 1997).

En el cuadro n.º 2 se presentan los resultados del estudio de eventos para la muestra de los 467 anuncios de alianzas estratégicas suscritas por bancos españoles con cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1996-1999. En el panel A aparecen los rendimientos anormales diarios medios para cada uno de los días comprendidos entre el quinto día anterior al anuncio y el quinto día posterior. En el panel B aparecen los rendimientos anormales medios acumulados en ventanas de diferente amplitud. La significatividad estadística de estos resultados se contrasta a través de los tests paramétricos de Brown y Warner y del test no paramétrico de la mediana, presentados en

Cuadro n.º 2

**Efectos en la valoración de los bancos de entrar a formar parte de alianzas. Rendimientos diarios y acumulados. Contrastación de la hipótesis general**

Día del evento	AAR (%)	Estadístico de Brown y Warner	% de ARs positivos
<i>Panel A: Rendimientos anormales para periodos diarios</i>			
-5	0,030	(0,60)	45
-4	0,086	(1,48)	45
-3	-0,032	(0,13)	45
-2	-0,010	(0,10)	47
-1	-0,020	(0,15)	44**
0	0,207	(3,47)***	49
1	-0,128	(-1,93)**	45**
2	0,219	(3,08)***	55**
3	0,063	(1,04)	49
4	-0,062	(-1,43)	44***
5	-0,036	(-0,32)	46
Ventana del suceso	CAAR medio (%)	Estadístico de Brown y Warner	% de CAARs positivos
<i>Panel B: Rendimientos para distintas ventanas del suceso</i>			
[-20, +20]	1,131	(4,03)***	50
[-15, +15]	0,622	(2,90)***	50
[-10, +10]	0,526	(2,51)**	47
[-5, +5]	0,316	(1,91)**	48
[-3, +3]	0,299	(2,28)**	50
[-2, +2]	0,269	(2,17)**	50
[-1, +1]	0,060	(0,98)	49
[-2, 0]	0,177	(2,14)**	48
[-1, 0]	0,187	(2,56)***	48
[0, +1]	0,079	(1,09)	49
[0, +2]	0,298	(2,66)***	50

N es el número de anuncios en cada grupo.

\* Indica un nivel de significación entre el 5% y el 10%.

\*\* Indica un nivel de significación entre el 1% y el 5%.

\*\*\* Indica un nivel de significación del 1% o inferior.

Fuente: Elaboración propia.

las dos últimas columnas de la tabla. Como puede observarse en el panel A del cuadro n.º 2, los bancos españoles, en media, obtienen un efecto positivo en su valoración de mercado derivado de su participación

en la formación de alianzas. Los rendimientos anormales son positivos y significativos, tanto en el día del anuncio como en la mayor parte de las ventanas que se relacionan (panel B). Concretamente, el  $AAR_0$  repre-

senta un 0,21 %, lo que viene a confirmar que, por término medio, los bancos que cotizan en la Bolsa de Madrid en el periodo 1996-99, obtienen rendimientos anormales positivos el día del evento, y que, por tanto, las alianzas que forman son generadoras de valor.

Para el día  $t = -1$  el rendimiento anormal medio no es significativamente diferente de 0, lo que sugiere que el mercado no anticipa la nueva información aparecida en prensa relativa a la participación del banco en la formación de una alianza<sup>6</sup>. Así, de forma congruente con estudios previos (Anand y Khanna, 2000; Chan *et al.*, 1997; Chen *et al.*, 1991) el mercado parece capturar buena parte del efecto en el día del anuncio ( $t=0$ ), por lo que cabe concluir que la formación de una alianza genera valor para los accionistas del banco implicado, y al igual que en otros trabajos (tal como constatan Merchant y Schendel, 2000), ésta resulta ser, en promedio, inferior al uno por ciento.

Los resultados se presentan de forma gráfica en los gráficos n.º 1 y n.º 2, donde se visualiza claramente cómo el mercado no descuenta con anterioridad al anuncio, a través de posibles rumores o informaciones

parciales, los rendimientos anormales obtenidos. Aunque el mercado recoge la mayor parte de la riqueza generada en el día 0, se producen ciertos vaivenes en los dos días posteriores a la fecha del anuncio que harán que, dentro de las ventanas más próxima al día del evento, sea el periodo  $[0,+2]$  el que obtenga los rendimientos mayores, y esto a pesar de que es el día  $t=+1$  el que alcanza los niveles más bajos para todo el periodo del evento.

En general, tal y como se observa en el gráfico n.º 2 los rendimientos acumulados medios son crecientes para el intervalo de cuarenta y un días en torno a la fecha del evento, llegando a superar el 1%.

Cabe interpretar estos resultados, por tanto, indicando que, ante la presencia de un entorno muy dinámico, la apuesta realizada por los bancos españoles por nuevas formas de interrelación con otras empresas, distintas de la jerarquía y del mercado fue, en general, bien acogida por los inversores, lo que implica la confianza del mercado en la eficaz gestión bancaria y en que los beneficios potenciales superen a los costes potenciales.

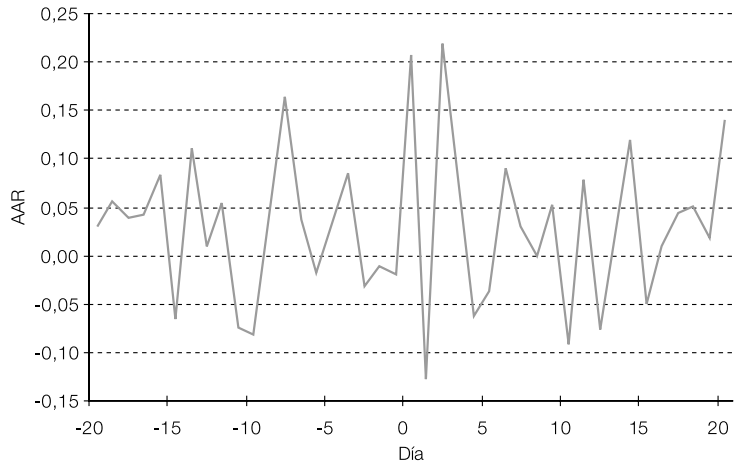
#### 4.2. Estructura de gobierno de la alianza estratégica

Como ya se ha comentado, la teoría de los costes de transacción ha sido uno de los paradigmas dominantes utilizados en el estudio de las alianzas. Dado que de acuerdo con esta teoría, las alianzas estratégicas comprenden un continuo de estructuras de gobierno situadas entre el mercado y la empresa, son numerosos los autores que en los últimos años se han interesado en analizar los diferentes tipos de estructuras utilizadas en las alianzas.

<sup>6</sup> El resultado negativo que se obtiene para el día  $t=+1$  es consistente con buena parte de la literatura que investiga la creación de riqueza para los accionistas derivada de la participación de la compañía en alianzas mediante metodología de eventos (Lee y Wyatt, 1990; Chung *et al.*, 1993; Reuer y Miller, 1997). Este efecto, así como el valor positivo que obtiene el rendimiento anormal medio para el día siguiente ( $t=+2$ ), puede ser debido a la presencia de autocorrelación negativa en la serie (respecto al día anterior) dentro del propio mercado. Después de un *shock* que el mercado percibe como bueno y que provoca una reacción positiva por parte de los inversores, se produce una corrección técnica. Así, estos vaivenes pueden deberse a efectos especulativos consecuencia de la entrada de inversores con deseos de tomar posiciones en el mercado.

Gráfico n.º 1

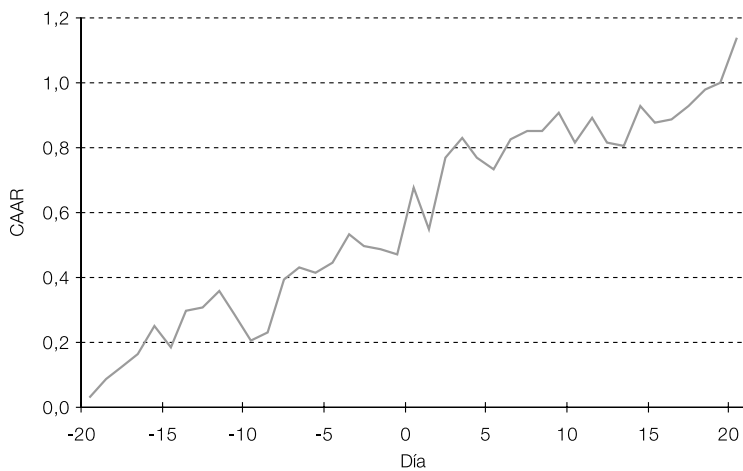
**Rendimiento anormal medio entre los días [-20, +20]**  
(en %)



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico n.º 2

**Rendimiento anormal acumulado entre los días [-20, +20]**  
(en %)



Fuente: Elaboración propia.

Un gran número de investigaciones dentro del marco de la Economía de los costes de transacción han clasificado las estructuras de gobierno de la alianza en función de la utilización o no de inversiones directas en el capital (Pisano, 1989; Gulati, 1995; Rialp, 1998), distinguiendo entre alianzas en capital y alianzas o acuerdos de no capital, subrayando, a su vez el hecho de que las primeras constituyen estructuras de gobierno más próximas a la jerarquía, mientras que las segundas están más cercanas al mercado.

Las alianzas que suponen una inversión directa de capital pueden adoptar, bien la forma de empresa conjunta, lo que implica la creación de una nueva entidad independiente de sus socios, o bien los socios pueden tomar posiciones minoritarias cruzadas o individuales en el capital del otro u otros socios pero sin crear una entidad independiente (Hennart, 1988; Hagedoorn, 1993).

Los acuerdos de no capital, por su parte, no implican compartir o intercambiar capital, e incluyen subcontrataciones, licencias, acuerdos de distribución, intercambio de tecnología, etc.

Bajo la óptica de la Economía de los costes de transacción, las empresas elegirán aquella estructura organizativa que minimice los costes de transacción. Dichos costes se clasifican en costes *ex ante* y *ex post*. Los primeros son los costes de redactar, negociar y salvaguardar el acuerdo, mientras que los costes *ex post* son los costes de cambiar de planes y resolver los desacuerdos que surgen con posterioridad a la firma del contrato. Las fórmulas de cooperación más próximas al mercado (acuerdos de no capital) muestran limitaciones cuando se trata de abordar los problemas de coordinación e incentivos, es-

pecialmente en presencia de intensas interdependencias entre las empresas participantes y cuando los beneficios son difíciles de enumerar *ex ante* y verificar *ex post*. Todo ello genera más riesgos de comportamientos oportunistas y de apropiabilidad, lo que a su vez desestimula la realización de inversiones específicas en la alianza. Así, en ciertos casos, resulta más eficiente utilizar estructuras de gobierno más próximas a la empresa (acuerdos de capital) puesto que éstos introducen principios y reglas propios de las jerarquías (controles administrativos, coordinación formal entre unidades, autoridad, etc.) (Rialp y Salas, 2002).

En este sentido, Sachwald (1998) observa una estrecha relación entre los distintos tipos de estructuras cooperativas y los atributos de las transacciones, de modo que a mayor riesgo y mayores activos implicados, más fuerte es la relación contractual. De hecho, los acuerdos más jerárquicos son preferidos a los menos jerárquicos cuando concurren circunstancias que incrementan la complejidad del acuerdo. Si además se supone la existencia de una relación directa entre complejidad y elevadas expectativas de beneficio, cabría esperar una mayor generación de valor a través de las alianzas en capital que a través de las alianzas que no implican capital.

Las alianzas estratégicas que componen la muestra de nuestro trabajo se han clasificado en dos grupos según supongan inversión en capital o no, de modo similar a como abordan este tema investigaciones previas (Pisano, 1989; Gulati, 1995; Rialp 1998). Dentro de las alianzas en capital se incluyen las participaciones minoritarias y las empresas conjuntas, mientras que el resto de estructuras se sitúan dentro de la categoría de no capital.

Como se observa en el cuadro n.º 3, las alianzas bancarias españolas en el periodo 1996-1999 fueron, mayoritariamente, de no capital. A pesar de que estas proporciones son bastante coincidentes con las que obtuvieron Jacquemin *et al.* (1986), no se mantienen en otras muestras como las de Glaister y Buckley (1999) o García-Canal (1994), en cuya composición predominan las empresas conjuntas. Esta circunstancia no se da en el sector bancario, puesto que las empresas conjuntas representan el 17,9% de las alianzas del periodo, y cuando aparecen lo harán para abordar proyectos de diversificación de negocios, en la mayor parte de los casos, de carácter internacional.

Si precisamente la presencia de complejidad en la transacción es lo que aconseja recurrir a empresas conjuntas frente a otras fórmulas contractuales (Oxley, 1999), la tendencia a utilizar alianzas bancarias que incorporen pocos elementos jerárquicos bien se podría interpretar como la apuesta por parte de los bancos de crear alianzas con poco grado de complejidad, entendida ésta como alianzas en las que predominan dos (o en general pocos) socios, que involucran una sola área de actividad, con las que se busca alcanzar un único objetivo, que no pretenden acceder a conocimiento tácito (García-Canal, 1994), donde las actividades de la alianza se localizan en un solo país y donde la proximidad física de los socios hace más fácil que surjan relaciones de confianza y reputación (Rialp, 1998); todas ellas fuentes de complejidad cuando se plantean en sentido inverso.

Los resultados obtenidos con respecto a la generación de valor en cada una de las dos submuestras formadas (alianzas de capital y alianzas de no capital) se presen-

tan en el cuadro n.º 3. Así, se presentan los rendimientos anormales medios desde el día -2 al día +2 y el resultado de su acumulación durante esta ventana. La significatividad estadística de las diferencias existentes entre los rendimientos anormales observados entre las dos submuestras se evalúa a partir de dos contrastes de diferencias de medias: el test paramétrico de diferencias de medias para muestras independientes (la *t* de Student) y el test no paramétrico de Mann-Whitney para muestras independientes.

Tal y como se observa en el cuadro n.º 3, se confirma que, aunque la significatividad es mayor para las alianzas en capital, tanto éstas como aquellas que no implican capital crean valor para los accionistas de los bancos españoles cotizados. La comparación entre ambas submuestras indica, no obstante, la presencia de diferencias significativas entre ellas, ya que las alianzas en capital generan mayores rendimientos anormales medios en el día del anuncio y acumulados en el intervalo [-2,+2].

Por tanto, el mercado asigna rentabilidades significativamente mayores cuando se introducen elementos jerárquicos para gobernar los acuerdos bancarios, quizá porque bajo las fórmulas de acuerdos en capital se precisan mejor los derechos de propiedad sobre los activos utilizados, lo que reduce el conflicto de intereses entre los socios y la posibilidad de comportamientos oportunistas. Por el contrario, en los acuerdos de no capital, la ausencia de controles jerárquicos hace preciso establecer cautelas *ex ante* que garanticen su correcto funcionamiento, lo que puede aportar menor confianza a los inversores.

No obstante, también caben explicaciones alternativas ya que si como indica Oxley

Cuadro n.º 3

### Rendimientos anormales medios diarios y acumulados: alianzas en capital frente a alianzas de no capital

AAR <sub>t</sub> y CAAR [-2, +2] (%)	Acuerdos en capital N=142 (%>0)	No involucran capital N=325 (%>0)	Diferencias de medias	
			T (p-valor)	Mann-Whitney (p-valor)
AAR <sub>-2</sub>	0,026 (46%)	0,002 (47%)	-0,271 (0,786)	-0,298 (0,766)
AAR <sub>-1</sub>	-0,059 (46%)	-0,002 (44%)**	0,424 (0,672)	-0,502 (0,615)
AAR <sub>0</sub>	0,36*** (54%)	0,14%* (47%)	-1,623 (0,100)	-1,978 (0,048)
AAR <sub>+1</sub>	-0,164 (42%)*	-0,112 (46%)	0,392 (0,696)	-0,996 (0,319)
AAR <sub>+2</sub>	0,309*** (58%)*	0,124 (54%)	-1,723 (0,085)	-0,996 (0,319)
CAAR [-2, +2]	0,563*** (58%)*	0,14 (47%)	-1,198% (0,232)	-1,806 (0,071)

N es el número de anuncios en cada grupo.

\* Indica un nivel de significación entre el 5% y el 10%.

\*\* Indica un nivel de significación entre el 1% y el 5%.

\*\*\* Indica un nivel de significación del 1% o inferior.

Fuente: Elaboración propia.

(1999) existe una correlación importante entre las características intrínsecas del acuerdo indicativas de su grado de complejidad y la estructura de gobierno que adopta el acuerdo, bien podría ser que la mayor generación de valor observada para las alianzas en capital venga motivada en el fondo por dichas características intrínsecas indicativas del grado de complejidad del acuerdo<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Analizadas algunas de estas características en nuestra muestra como son el número de áreas de actividad a las que afecta la alianza y el carácter internacional o nacional de la misma, se observa que más del 65% de los acuerdos que afectan simultáneamente a diversas áreas de actividad de la empresa adoptan la forma de capital y que cuando el objetivo es la interna-

#### 4.3. Alianzas nacionales frente a internacionales

Las dos últimas décadas han supuesto la consolidación de la banca española como una de las más competitivas del mundo. Los procesos de desregulación y liberalización bancarios así como el hecho de que España decidiera formar parte, como miembro fundador, de la Unión Monetaria Europea en 1999 provocaron una importante necesidad de crecer, tanto a ni-

cionalización más del 70% de los acuerdos son de capital, lo que avalaría en cierta medida la propuesta de Oxley, 1999.

vel nacional como internacional, en los bancos españoles. Para alcanzar estos objetivos de crecimiento, aparte de las fusiones y adquisiciones que se utilizaron, sobre todo, a nivel nacional y en la expansión hacia los mercados de Latinoamérica, las alianzas estratégicas jugaron un papel muy importante en este proceso de consolidación, en unas ocasiones como precursoras de posteriores fusiones o adquisiciones y en otras, como alternativa estratégica a dichas operaciones.

Las alianzas estratégicas constituyen una vía de internacionalización habitualmente utilizada por las empresas y, de hecho, un gran número de trabajos sobre alianzas estratégicas se han ocupado de estudiar, específicamente, alianzas de carácter internacional (para una revisión véase García Canal *et al.*, 2002). De acuerdo con el enfoque de recursos, se afirma que los recursos y conocimientos que interesan del socio extranjero son aquellos que son específicos de cada uno de los mercados en los que la empresa se internacionaliza. Se trataría, pues, de ganar experiencia en esos mercados aprovechando los conocimientos y habilidades desarrollados por las empresas socias. Además, en ocasiones, las alianzas estratégicas se convierten en la única vía factible de entrada ya que cuando en los países los mercados de capitales no están completamente desarrollados, sólo es posible realizar inversiones indirectamente a través de la cooperación con empresas locales. Por otro lado, las alianzas son un medio de expansión internacional más atractivo que las fusiones y adquisiciones en entornos culturalmente distantes (Kogut y Singh, 1988).

En todo caso, es preciso señalar que las alianzas estratégicas internacionales no constituyen exclusivamente una modalidad

de entrada en mercados extranjeros, sino que también contribuyen a crear valor por las mismas razones que las alianzas nacionales como son: la reducción de costes, acceso a nuevas tecnologías, reducción del riesgo, concentración del sector, etc.

Adicionalmente, a los problemas de coordinación y control propios de las alianzas nacionales, hay que añadir otros en el caso de las alianzas internacionales. Así, la necesidad de aprender del socio extranjero podría compensarse, en buena parte de los casos, por la existencia de diferencias lingüísticas, culturales, económicas, etc., existentes entre los distintos países de las empresas socias que hicieran difícil la gestión exitosa de la alianza internacional.

Precisamente son estas diferencias las que, de acuerdo con la teoría de los costes de transacción, pueden hacer que las alianzas nacionales sean percibidas por el mercado positivamente en detrimento de las internacionales. La similitud cultural entre los socios nacionales favorece el mutuo entendimiento, permitiendo una coordinación más sencilla y una mejor resolución de conflictos (Park y Kim, 1997), por lo que esta mayor afinidad entre las empresas participantes puede crear incentivos a que éstas actúen con un comportamiento responsable, así como reducir los costes asociados a la transacción hasta el punto que compense el conocimiento que aporta el socio exterior acerca del mercado. Pero no sólo es una cuestión de afinidad, sino que también es de esperar que el socio nacional posea una mejor información acerca del otro socio nacional que la que tendría de un socio internacional, siendo las consecuencias sobre la reputación de los socios derivadas de comportamientos oportunistas por parte de alguno de ellos mayores en un contexto nacional (Gulati, 1995).



A nivel empírico, no son muchos los trabajos que han investigado las diferencias de valor según la alianza creada sea nacional o internacional. Los resultados obtenidos indican que los rendimientos anormales obtenidos por las empresas socias son o positivos y significativos para ambos tipos de alianzas (Reuer y Koza, 2000), o no significativos (Park y Kim, 1997). Cuando se muestran las diferencias que existen entre las alianzas nacionales e internacionales se observa cómo las primeras están más influenciadas por variables asociadas a la complejidad organizacional, tales como el número de socios y el número de áreas funcionales, mientras que las segundas lo están en mayor medida por la complejidad estratégica y la necesidad de aprender (García-Canal, 1996).

Por otro lado, tampoco existe coincidencia entre los trabajos a la hora de abordar la definición de alianza estratégica internacional. Así, para unos, la variable utilizada como referencia a la hora de considerar una alianza como internacional o no, está en función de la nacionalidad del socio, mientras otros, como Reuer y Koza (2000) consideran como factor determinante el ámbito donde radican las actividades de la alianza creada.

Utilizando ambas aproximaciones en este trabajo se ha investigado, por un lado, si la coincidencia entre la nacionalidad de los socios explica el posible exceso de rendimiento obtenido y, por otro, si en la explicación de este exceso de rendimiento o generación de valor resulta determinante el ámbito donde radican las actividades de la alianza creada.

Los resultados de estos contrastes se presentan en el cuadro n.º 4. En ellos aparecen, para cada una de las submuestras (alianzas nacionales e internacionales), los rendimientos anormales diarios medios

para cada uno de los días comprendidos entre el segundo día anterior al anuncio y el segundo posterior, los rendimientos anormales medios acumulados a lo largo de dicha ventana y los resultados de los contrastes de diferencias entre submuestras. En el panel A, las submuestras se forman en función de que el país de procedencia del socio sea España u otro, mientras que en el panel B, las submuestras se forman en función de si el país donde radica la actividad de la alianza es España o no.

A través de los resultados presentados en el cuadro n.º 4 se constata que no existen diferencias significativas en la respuesta que el mercado da a estos dos tipos de alianzas, nacionales e internacionales, con independencia de la forma en que se defina la variable internacional.

Para el caso de las nacionales se observa cómo las alianzas entre empresas españolas y las que se constituyen para operar en este mismo mercado (con independencia de la nacionalidad de sus socios) son percibidas por los accionistas como generadoras de valor. La razón puede hallarse en que una buena parte de ellas se establecen, bien con el objetivo de poner en marcha proyectos concretos de ampliación del negocio bancario a través de nuevos productos o con el de posicionarse en el capital de otras empresas españolas por cuestiones estratégicas, motivos éstos que son percibidos positiva y significativamente para la muestra de alianzas nacionales<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Para esta submuestra se ha contrastado, además, que los rendimientos anormales que exhiben las alianzas que se forman en capital son superiores a los obtenidos cuando se utilizan estructuras de no capital. Estos resultados son congruentes con los obtenidos por Reuer y Koza (2000) para empresas conjuntas que operan en el mercado nacional y los de Alcalde *et al.* (2003) para las alianzas formadas con socios de una misma nacionalidad.

Cuadro n.º 4

### Rendimientos anormales medios diarios y acumulados en alianzas nacionales e internacionales

	Variable a investigar		Diferencias de medias	
<i>Panel A: Relación con el país de procedencia del socio: nacionales versus internacionales</i>				
AAR <sub>t</sub> y CAAR [-2, +2] (%)	Alianzas nacionales N=308 (%>0)	Alianzas internacionales N=159 (%>0)	T (p-valor)	Mann-Whitney (p-valor)
AAR <sub>-2</sub>	0,009 (47%)	-0,047 (47%)	0,396 (0,693)	-0,745 (0,456)
AAR <sub>-1</sub>	-0,003 (44%)**	-0,052 (45%)	0,371 (0,710)	-0,171 (0,864)
AAR <sub>0</sub>	0,226*** (50%)	0,17 (48%)	0,462 (0,645)	-0,226 (0,821)
AAR <sub>+1</sub>	-0,147 (43%)**	-0,09 (48%)	-0,481 (0,631)	-0,976 (0,329)
AAR <sub>+2</sub>	0,246*** (57%)***	0,166 (50%)	0,517 (0,605)	-1,494 (0,135)
CAR [-2, +2]	0,331*** (50%)	0,147 (50%)	0,570 (0,569)	-0,743 (0,457)
<i>Panel B: Según donde radica la actividad objeto de la alianza</i>				
AAR <sub>t</sub> y CAAR [-2,+2] (%)	España N=384 (%>0)	Fuera de España N=83 (%>0)	T (p-valor)	Mann-Whitney (p-valor)
AAR <sub>-2</sub>	-0,03 (46%)	0,083 (49%)	-0,642 (0,521)	-0,306 (0,760)
AAR <sub>-1</sub>	-0,027 (43%)**	0,012 (48%)	-0,240 (0,810)	-0,549 (0,583)
AAR <sub>0</sub>	0,204*** (48%)	0,219 (54%)	-0,097 (0,923)	-0,390 (0,696)
AAR <sub>+1</sub>	-0,132** (44%)**	-0,109 (47%)	-0,157 (0,875)	-0,453 (0,651)
AAR <sub>+2</sub>	0,211*** (56%)**	0,256 (48%)	-0,235 (0,814)	-0,733 (0,463)
CAR [-2, +2]	0,227** (49%)	0,462 (54%)	-0,508 (0,613)	-0,176 (0,860)

N es el número de anuncios en cada grupo.

\* Indica un nivel de significación entre el 5% y el 10%.

\*\* Indica un nivel de significación entre el 1% y el 5%.

\*\*\* Indica un nivel de significación del 1% o inferior.

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, las alianzas formadas con alguna otra entidad de fuera de las fronteras o que, con independencia de la procedencia de los socios que la componen, tienen como objetivo actuar en mercados extranjeros, obtienen un impacto no significativo en los rendimientos de las acciones, al igual que se observa en trabajos precedentes como el de Finnerty *et al.* (1986) y Chung *et al.* (1993).

Cabría interpretar, por tanto, que el interés de los bancos españoles por realizar buena parte de su internacionalización hacia Latinoamérica<sup>9</sup>, principal foco de atracción de inversiones españolas, mediante sucursales o filiales propias, resulta congruente con los resultados que aquí se presentan, así como con los postulados de la teoría de la internalización, que apuesta por la jerarquía como medio más adecuado de aprovechar los recursos y capacidades de la empresa a escala internacional.

Por otro lado, es importante señalar que cualquiera que sea la variable utilizada para segmentar la muestra, nacionalidad del socio o país donde radican las actividades de la alianza, se constata un claro predominio de las alianzas nacionales sobre las internacionales en el sector bancario español. Este patrón resulta contrario al que se recoge en buena parte de los trabajos previos, donde predominan las alianzas realizadas por empresas de nacionalidades diferentes, sobre

<sup>9</sup> Aunque no se presentan los resultados, también se ha contrastado para la submuestra de alianzas internacionales el *status* económico del área de procedencia del socio extranjero. Al igual que obtienen Lummer y McConnell (1990), éste no es valorado por los inversores. Sin embargo, los inversores perciben diferencias según el objetivo que las impulsa y según el posicionamiento estratégico de los socios en la alianza internacional, de modo que las alianzas internacionales en esta muestra se llevan a cabo con objeto de reducir riesgos con socios relacionados.

todo cuando lo que se investiga son alianzas de I+D (Jacquemin *et al.*, 1986; García-Canal, 1995). Pero no sólo en este último caso, puesto que cuando se trabaja con bases de datos de alianzas españolas, como es el caso de García-Canal (1992) y Rialp y Salas (1999) entre otros, también existe un claro predominio de las alianzas internacionales sobre las nacionales y además en una proporción doble.

## 5. CONCLUSIONES

El sector bancario español se ha visto sometido desde mediados del siglo pasado a profundas transformaciones provocadas por diferentes factores. Algunos de estos cambios provienen del interior de la propia industria como la desregulación, desintermediación e innovación financiera, o la creación de un mercado europeo de servicios financieros. Pero junto a ellos, se han venido produciendo toda una serie de circunstancias que han afectado a toda la economía y por consiguiente al sector bancario, y sin las que no hubiera sido posible el desarrollo que ha experimentado el sector. Estos cambios se asocian normalmente al término globalización, e incluyen: el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, que a su vez ha provocado avances en la informática y telecomunicaciones, un mercado «nacional» más amplio fruto de la Unión Económica y Monetaria, así como la entrada en nuevos mercados emergentes, especialmente en Latinoamérica, con la consiguiente internacionalización de la economía española.

La mezcla de estos efectos, los cambios en el propio modelo de industria bancaria junto con el dinamismo que ha adquirido la economía mundial, ha configurado un am-

biente financiero altamente competitivo, caracterizado, entre otros, por los siguientes aspectos: la mayor cultura financiera de los clientes, la diversificación de la oferta de servicios financieros para contrarrestar el estrechamiento de los márgenes en el negocio tradicional, la ampliación de la gama de proveedores de servicios financieros (supermercados, compañías de seguros, bancos de inversiones, grandes almacenes,...), la creación de nuevos canales de distribución para la banca al por menor, primero mediante banca electrónica, después telefónica y más recientemente mediante banca por Internet, destinada no sólo al ya maduro mercado español sino a un mercado más amplio en lengua española, etc.

Algunos de los bancos para poder competir en este nuevo entorno han optado por estrategias de especialización mientras que otros han preferido adquirir aquella dimensión que les sitúe en condiciones de competir a nivel mundial. En este último caso, el resultado ha sido la creación de grandes grupos bancarios españoles, a cuya formación han contribuido las estrategias de crecimiento externo que tuvieron lugar a mediados de los ochenta y finales de los noventa.

Prueba de la fortaleza del sector bancario español es que dos de sus entidades formaban parte, a junio de 2007, del Thomson Financial Top 25 by Market Capitalisation (\$M), Santander y BBVA, que ocupaban la posición 12 y 23, respectivamente, en el ranking mundial. Santander, además, se situaba a mediados de 2008 como el segundo banco europeo por valor de mercado, y ambos bancos se colocaban entre las cinco mayores empresas españolas por capitalización bursátil, por lo que cabría preguntarse hasta qué punto la fortaleza de estos grandes grupos empresariales podría

haberse conseguido sin un fuerte capital social de alianzas.

A pesar de la dificultad que supone responder a esta pregunta, tendríamos, por un lado, que las investigaciones previas en esta materia confirman que desde los años ochenta los bancos han entrado a formar parte de numerosas alianzas, como prueba el hecho de que durante el periodo de estudio, los dos grupos empresariales españoles más fuertes a nivel mundial, Santander y BBVA, han estado inmersos en 136 y 140 alianzas, respectivamente; por otro, los accionistas perciben positivamente el anuncio de alianzas por parte de los bancos españoles, siendo la creación de valor asociada a su anuncio, en media, de más de un 0,2%, lo que demuestra la confianza que los propietarios tienen en la gestión que realizan los bancos de las alianzas en las que participan y que su empleo resulta válido como mecanismo de creación de riqueza.

Comprobado el primero de los objetivos de este trabajo, que las alianzas crean valor para los accionistas de los bancos españoles que participan en ellas, se pretende analizar algunos factores explicativos de los resultados obtenidos en las alianzas. En concreto se plantea si la incidencia de factores como la estructura que adopta el acuerdo y el alcance geográfico de la alianza ayuda a comprender la reacción del mercado ante este tipo de hechos económicos.

El método de eventos revela la importancia de la generación de valor que se produce para los accionistas de los bancos españoles, tanto ante anuncios de alianzas en capital como de no capital. No obstante, al intentar conocer qué tipos de alianzas son las que proporcionan mayores rendimientos

anormales para los accionistas bancarios, el test de diferencia de medias decanta la balanza hacia aquellas alianzas que involucran capital. Así, a pesar de ser más abundantes en la muestra las alianzas de no capital, éstas no serán las que mayor valor proporcionen. Será la toma de participación unilateral o cruzada, que supone un alto compromiso con la alianza, así como las empresas conjuntas que se realizan, en buena medida, para afrontar proyectos de diversificación mediante licitación, las operaciones que mayor valor generan. Esta circunstancia pone de manifiesto que el mercado percibe altos niveles de congruencia entre la estructura y la estrategia de la alianza que no pasarán desapercibidos para el inversor. Se incorporan estructuras con elevados controles jerárquicos allí donde los propietarios observan estrategias arriesgadas derivadas de la complejidad e incertidumbre asociada a las características propias de dichas alianzas o al entorno en el que operan.

Cuando la característica analizada es la nacionalidad del socio y el ámbito donde radican las actividades de la alianza creada, los resultados obtenidos dejan entrever cómo es posible obtener rendimientos

anormales positivos y significativos tanto para la submuestra de alianzas nacionales como para las que se forman con el objeto de operar en el mercado español, mientras que para las alianzas internacionales y las que se forman para operar en mercados exteriores ni se crea ni se destruye valor.

Los resultados obtenidos pueden ser, sin duda, de gran utilidad en el sector financiero español, al sugerir, por un lado, que la implicación de un banco en la formación de alianzas, en media, genera valor para sus accionistas, y proporcionar, por otro, una serie de pautas que les permiten conocer qué características de la alianza y de los socios son las mejor valoradas por el mercado. No obstante, también cabe señalar que los resultados alcanzados deben tomarse con cautela dadas las limitaciones del trabajo, ya que estos resultados podrían no ser extrapolables a otros períodos distintos del analizado.

Finalmente, cabría señalar la necesidad de seguir avanzando en el estudio de la cooperación en el sector bancario español, dada la gran relevancia y actualidad del tema así como su escaso tratamiento en la literatura.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCALDE, N.; ESPITIA, M. Y GARCÍA-CASAREJOS, N. (2004): «Análisis ex ante de la generación de valor para los bancos españoles que entrar a formar parte de las empresas conjuntas». *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 18: 69-95.
- ANAND, B.N. Y KHANNA, T. (2000): «Do firms learn to create value? The case of alliances». *Strategic Management Journal*, 21: 295-315.
- BROOKE, J. Y OLIVER, B. (2005): «The source of abnormal returns from strategic alliance announcements». *Pacific-Basin Finance Journal*, 13: 145-161.
- BROWN, S.J. Y WARNER, J.B. (1985): «Using daily stock returns: The case of event studies». *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.
- CHAN, S.H.; KENSINGER, J.W.; KEOWN, A.J. Y MARTIN, J.D (1997): «Do strategic alliances create value?». *Journal of Financial Economics*, 46: 199-221.
- CHEN, H.; HU, M.Y. Y SHIEH, J. (1991): «The wealth effect of international joint ventures: the case of U.S. investment in China». *Financial Management*, winter: 31-41.
- CHIOU, I. Y WHITE, L. J. (2005): «Measuring the value of strategic alliances in the wake of a financial implosion: Evidence from Japan's financial services sector». *Journal of Banking and Finance*, 29(10): 2455-2473.
- CHUNG, I.; KOFORD, K. Y LEE, I. (1993): «Stock Market Views of Corporate Multinationalism: some Evidence from Announcements of International Joint Ventures». *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 35(5): 275-293.
- DAS, S.; SEN, P. Y SENGUPTA, S. (1998): «Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation». *Academy of Management Journal*, 41(1): 27-41.
- DYER, J.H. (1997): «Managing the global supply chain». *Journal of Economic Literature*, 35(2): 1387-1389.
- FINNERTY, J.E.; OWERS, J.E. Y ROGERS, R.C. (1986): «The valuation impact of Joint Ventures». *Management International Review*, 26(2): 14-26.
- FRÖHLS, M.; KEOWN, A.; MCNABB, M. Y MARTIN, J. (1998): «Growth Opportunities, Corporate Governance and the market value of Multinational Joint Ventures». *Managerial and Decision Economics*, 19: 13-29.
- FUENTES, I. (2001): «La competencia de las operaciones de activo y pasivo del sistema bancario». *Papeles de Economía Española*, 49: 200-212.
- GARCÍA-CANAL, E. (1992): «La cooperación empresarial en España: características de los Acuerdos suscritos entre 1986-1989». *Economía Industrial*, 286: 113-122.
- 1994: «Formas de cooperación horizontal: empresas conjuntas frente a acuerdos contractuales». *Revista de Economía Aplicada*, 5(II): 51-68.
- 1995: «Acuerdos de cooperación en I+D en España: Un análisis empírico». *Revista Asturiana de Economía*, 4: 195-207.
- 1996: «Contractual form in domestic and international strategic alliances». *Organization Studies*, 17(5): 773-794.
- GARCÍA-CANAL, E.; LÓPEZ, C.; RIALP, J. Y VALDÉS, A. (2002): «Accelerating international expansion through global alliances: a typology of cooperative strategies». *Journal of World Business*, 37(2): 91-107.
- GLAISTER, K.W. Y BUCKLEY, P.J. (1999): «Performance relationships in UK International Alliances». *Management International Review*, 39(2), 123-147.
- GULATI, R. (1995): «Does Familiarity Breed Trust? The Implications of repeated Ties for Contractual Choice in Alliances». *Academy of Management Journal*, 38(1): 85-112.
- HAGEDOORN, J. (1993): «Understanding the rationale of strategic technology partnering: Inter-organizational modes of cooperation and sectorial differences». *Strategic Management Journal*, 14(5): 371-386.
- HENNART, J.F. (1988): «A transaction costs theory of equity joint ventures». *Strategic Management Journal*, 9(4): 361-374.
- HUMPHREY D.B. Y CARBÓ, S. (2000): «Las fusiones de las entidades financieras. Costes, beneficios, servicio y precios». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 88-107.
- JACQUEMIN, A.; LAMMERANT, M Y SPINOY, B. (1986): «Competition Européenne et cooperation entre entreprises en matiere de recherche-developpement». *Document Commission des Communautés Européennes*, Luxembourg, Belgium.
- JOHNSON, S.A. Y HOUSTON, M.B. (2000): «A reexamination of the Motives and Gains in Joint Ventures». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1): 67-87.
- KOGUT, B. Y SINGH, H. (1988): «The effect of national culture on the choice of entry mode». *Journal of International Business Studies*, 19: 411-432.

- LEE, I. Y WYATT, S. (1990): «The Effects on International Joint Ventures on Shareholder Wealth». *The Financial Review*, vol. 25(4): 641-649.
- LUMMER, S. Y MCCONNELL, J. (1990): «Stock Valuation Effects on International Joint Ventures», en RHEE, J. Y CHAN, KENSINGER, KEOWN Y MARTIN, L. [eds]: *Pacific Basin Capital Markets Research*, Elsevier Science Publishers, New York.
- MADHOK, A. Y TALLMAN, S.B. (1998): «Resources transactions and rents: Managing value through interfirm collaborative relationships». *Organization Science*, vol. 9(3): 326-340.
- MERCHANT, H. Y SCHENDEL, D. (2000): «How do International Joint Ventures Create Shareholder Value?» *Strategic Management Journal*, 21: 723-737.
- OXLEY, J.E. (1999): «Institutional environment and the mechanisms of governance: the impact of intellectual property protection on the structure of inter-firm alliances». *Journal of Economic Behavior & Organization*, 38: 283-309.
- PARK, S. Y KIM, D. (1997): «Market Valuation of Joint Ventures: Joint Venture Characteristics and Wealth Gains». *Journal of Business Venturing*, 12: 83-108.
- PÉREZ, F.; QUESADA, J. Y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2000): «Especialización y costes en los sistemas bancarios europeos (1992-1998)». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 136-154.
- PISANO, G.P. (1989): «Using equity participation to support exchange: Evidence from the biotechnology industry». *Journal of Law, Economics and Organization*, 5(1): 109-126.
- REUER, J.J. Y MILLER, K.D. (1997): «Agency costs and the performance implications of international joint venture internalization». *Strategic Management Journal*, 18(6): 425-438.
- REUER, J.J. Y KOZA, M.P. (2000): «Asymmetric information and joint venture performance: Theory and evidence for domestic and international joint ventures». *Strategic Management Journal*, 21: 81-88.
- RIALP, J. Y SALAS, V. (1999): «Los acuerdos de colaboración en España (1990-1992): Evidencias Empíricas y modelo de integración». *Economía Industrial*, 326(II): 139-157.
- 2002: «La colaboración empresarial desde la Teoría de los Derechos de Propiedad», *Investigaciones Económicas*, 26(1): 113-144.
- RIALP, J. (1998): «Selección de estructuras para materializar acuerdos de colaboración interempresarial». *Moneda y Crédito*, 206: 153-192.
- SACHWALD, F. (1998): «Cooperative Agreements and the Theory of the Firm: focusing on Barriers to Change». *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 35: 203-225.
- SANCHIS, J.R. (1996): «Análisis de las estrategias de cooperación en el sector bancario español». *Dirección y Organización*, 17: 16-25.
- SHARPE, W.F. (1964): «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk». *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- SMANGS, M. (2006): «The Nature of the Business Group: A Social Network Perspective». *Organization*, 13 (6): 889-910.
- VIVES, X. (2001): «Competition in the changing world of banking». *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4): 535-547.

# Grupos piramidales y deuda en España

288

En el presente estudio analizamos la relación acerca de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista de un grupo piramidal con el nivel de endeudamiento. Los resultados obtenidos para una muestra de sociedades no financieras cotizadas españolas en el periodo 1996-2006 permiten afirmar que el control de una empresa a través de un grupo piramidal incide negativamente en el nivel de endeudamiento financiero. Así mismo, cuanto mayor es la divergencia, menor es la deuda financiera. En este sentido, los resultados revelan la utilización de grupos piramidales como mecanismos de expropiación de rentas, lo cual puede ser reflejo de la reducción de la demanda (efecto *tunnelling*) y/o oferta (efecto anticipación) de recursos ajenos, debido a la búsqueda de beneficios privados de los accionistas controladores en detrimento de los intereses de los propietarios minoritarios.

*Ikerketa honetan, piramide-talde bateko akziodun nagusiak dituen boto-eskubide eta cash flow-aren dibergentziak zorpetze-mailan nola eragiten duen aztertu da. 1996-2006 aldian kotizatzen duten Espainiako sozietate ez-finantzarioen lagin bat aztertu, eta emaitzek erakusten dute enpresa piramide-taldeen bidez kontrolatzeak eragin negatiboa duela finantza-zorpetzearen mailan. Halaber, zenbat eta handiagoa dibergentzia, hainbat eta handiagoa finantza-zorra. Hortaz, emaitzek azaltzen dute piramide-taldeak errenten jabetza kentzeko mekanismo gisa baliatzen direla, eta hori eskaera murriztearen (tunnelling efektua) eta/edo eskaintza murriztearen (aurreratze-efektua) isla izan liteke; izan ere, akziodun kontrolatzaileen etekin pribatuak bilatzen dira, jabe minoritarioen interesen kaltetan.*

This paper analyses the relationship regarding the divergence between the voting rights and cash flows in the hands of the main shareholder of a pyramidal group with a level of indebtedness. The outcome obtained from a sample of Spanish non financial quoted companies in the 1996-2006 period enables us to assert that the control of a company by a pyramidal group affects in a negative way on the financial indebtedness level. At the same time, the bigger divergence, the less indebtedness. In this sense, the outcomes reveal the use of pyramidal groups as an income expropriation mechanism. This can be a reflection of the reduction in the demand (tunnelling effect) and/or supply (anticipation effect) of alien resources, due to the search for private profits by the managing shareholders in detriment of the minority owners' interests.



## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Grupos piramidales
  3. Argumentos teóricos
  4. Aspectos del método utilizado
  5. Divergencia y deuda. Resultados empíricos
  6. Discusión y conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: pirámides, divergencia, deuda, derechos de voto, derechos de *cash flow*.

Keywords: pyramids, divergence, debt, vote rights, cash flow rights.

N.º de clasificación JEL: G32, G34.

### 1. INTRODUCCIÓN

A diferencia del ámbito anglosajón, la mayoría de los países europeos se caracteriza por el predominio de empresas con estructura de propiedad concentrada. Este tipo de empresas no están dirigidas por profesionales sin participación en la propiedad sino por accionistas que pueden controlar la actuación de los directivos y que a menudo son parte de la alta dirección de la empresa (La Porta *et al.*, 1999). La presencia de accionistas controladores provoca que los problemas de agencia derivados de la separación entre propiedad y control sean menos severos (Jensen y Meckling, 1976). Sin embargo, surge un conflicto de agencia entre los accionistas minoritarios y los controladores, ya que éstos últimos tienen el poder y el interés para expropiar la riqueza de los inversores externos (Shleifer y Vishny, 1997; Bebchuk, 1999; La Porta *et al.*, 2002; Villalonga y Amit, 2006).

Los accionistas controladores pueden dominar las empresas a través de distintos tipos de estructuras de propiedad, desde la simple participación directa en una o varias firmas independientes (grupo horizontal), a través de participaciones cruzadas (*cross-holdings*), o bien a través de participaciones indirectas mediante el uso de una cadena de empresas interpuestas. A su vez, en este caso, podemos distinguir entre estructuras piramidales y no piramidales en función de si dicha cadena permite al último propietario separar sus derechos de voto y *cash flow* (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002).

Por tanto, las estructuras piramidales facilitan el control de una empresa con una inferior participación relativa en los derechos de *cash flow*. De este modo, cuando el accionista controlador ejerce su poder a través de una estructura piramidal, el con-

flicto de agencia con los accionistas minoritarios se acentúa, ya que dicho propietario puede escapar de las consecuencias que se produzcan en el precio de las acciones, por las actuaciones expropiatorias de riqueza de los accionistas minoritarios (e.g., Sheleifer y Vishny, 1997; Bebchuk, 1999; La Porta *et al.*, 2002, Villalonga y Amit, 2006). Este comportamiento genera pérdidas que inciden negativamente en la supervivencia de la empresa, ya que distrae al accionista controlador para realizar proyectos que maximicen el valor de la empresa (Ahmed y Duellman, 2007).

Entre las decisiones corporativas en las que el accionista controlador puede tener el poder y el interés para influir se encuentra la decisión sobre la deuda corporativa. En este contexto, el presente estudio se centra en analizar la incidencia del control a través de grupos piramidales en el nivel de endeudamiento de las empresas cotizadas. En este sentido, son escasos los trabajos que se han centrado en el análisis de la incidencia en el nivel de deuda de la separación de derechos de voto y *cash flow* en manos del accionista controlador. Además, los argumentos teóricos no son concluyentes en relación con el signo esperado de dicha relación. Así, Du y Dai (2005) argumentan que la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* puede tener una incidencia positiva en el nivel de endeudamiento, bien por el efecto no dilución, ya que la emisión de acciones facilitaría la entrada de accionistas significativos que pueden amenazar el poder del actual accionista controlador, o bien por un efecto señal que permita enviar al mercado un mensaje de no expropiación de la riqueza de los inversores externos. Por otra parte, estos autores argumentan que la divergencia de derechos de voto y *cash flow* puede reducir el nivel de endeudamiento,

ya que la utilización de deuda puede disminuir la capacidad del accionista controlador para realizar actuaciones expropiatorias intragrupo (efecto tunneling). En esta línea, Faccio *et al.* (2007) argumentan que ante la utilización de estructuras piramidales los acreedores pueden anticipar el mayor incentivo a la expropiación por parte de los accionistas controladores, lo que determina un efecto anticipación que conlleva una menor concesión de deuda a empresas integradas en grupos piramidales como elemento de protección de riqueza de los inversores externos.

Los resultados obtenidos en los estudios empíricos que se centran en el análisis de la relación divergencia-endeudamiento no son concluyentes. Así, Du y Dai (2005) para una muestra de empresas asiáticas señalan que el nivel de divergencia se encuentra asociado con mayores niveles de endeudamiento. Por su parte, Faccio *et al.* (2007) en un estudio de empresas europeas y asiáticas demuestran que cuando los derechos de los acreedores están bien protegidos por el sistema legal, a medida que aumenta el nivel de divergencia el nivel de endeudamiento se reduce. En esta misma línea, King y Santor (2008) para una muestra de empresas canadienses, demuestran que la emisión de acciones con diferentes niveles de derechos de voto o las estructuras piramidales reduce el nivel de endeudamiento.

En el presente trabajo analizamos la incidencia de la separación de derechos de voto y *cash flow* en manos del accionista controlador en el nivel de endeudamiento para una muestra de empresas cotizadas españolas en el periodo 1996-2006. La utilización de una muestra de empresas españolas se basa fundamentalmente en dos razones. En primer lugar, la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* suele en-

contrarse conjuntamente con estructuras de propiedad concentrada (e.g., Bebchuk, 1999; La Porta *et al.*, 1999) por lo que es conveniente analizar una muestra de empresas fuera del entorno anglosajón. En segundo lugar, trabajos previos (e.g. Santana y Aguiar, 2006, 2007) centrados en el mercado español permiten conocer la presencia de elevados niveles de concentración unidos a la utilización de estructuras piramidales. Este hecho determina la importancia de analizar, en dicho entorno la relación divergencia-endeudamiento. Los resultados obtenidos muestran que la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* a través de estructuras piramidales reduce el nivel de endeudamiento de las empresas.

Por tanto, la presente investigación extiende la evidencia previa en varios aspectos. En primer lugar, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, es el primer estudio que analiza la incidencia del control a través de grupos piramidales en la deuda de las sociedades cotizadas españolas. La ausencia de estudios previos referidos a España se debe a la dificultad de disponer de la información necesaria, fundamentalmente la relativa al grado de divergencia, lo cual requiere elaborar las cadenas de control de las empresas, ya que la emisión de acciones con diferentes derechos de voto no es usual entre las sociedades cotizadas españolas. En segundo lugar, el estudio de Faccio *et al.* (2007) que analiza empresas de cinco países europeos utiliza datos de un solo año (1996), mientras que nuestro trabajo abarca el periodo 1996-2006, lo que permite analizar la relación divergencia-endeudamiento en un periodo de profundos cambios en el mercado español. Por último, de acuerdo con King y Santor (2008) al analizar un solo país se eliminan las limitaciones que presentan los estudios interna-

cionales en los que las diferencias institucionales entre los distintos países hacen difícil distinguir en sus resultados el efecto de la divergencia del efecto país en el nivel de deuda.

El trabajo se estructura como sigue. En el segundo apartado nos centramos en discutir las características de los grupos piramidales y su incidencia en los problemas de agencia. A continuación abordamos los fundamentos teóricos acerca de la relación entre divergencia y deuda. En el cuarto apartado recogemos los aspectos del método usado. Posteriormente, dedicamos el quinto apartado a exponer los resultados del estudio empírico. En el sexto y último procedemos a la discusión de resultados y presentar las principales conclusiones obtenidas.

## 2. GRUPOS PIRAMIDALES

La definición de grupo establecida por la Ley del Mercado de Valores en España es la contemplada en el artículo 42 del Código de Comercio, según el cual: «Existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras». En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad (dominante), posea o pueda disponer en virtud de acuerdos con terceros, de la mayoría de los derechos de voto, o tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración, de otra sociedad (dependiente). [...] a estos efectos, a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes.

La literatura recoge diversas razones para explicar la existencia de grupos de

empresas. Entre ellas podemos citar la utilización de grupos como forma de suplir la inexistencia o escaso desarrollo de los mercados financieros (Khanna y Palepu, 2000), como una herramienta estratégica para competir en los mercados de productos (Cestone y Fumagalli, 2005), así como la posición para actuar como grupos de presión y obtener favores de los gobernantes (Pagano y Volpin, 2001).

El control de una o varias empresas se puede obtener, bien manteniendo una participación directa en el capital de las mismas (grupo horizontal), bien a través de otra u otras empresas (grupo vertical). A su vez, en este último caso, podemos distinguir entre estructuras piramidales y no piramidales. Una estructura de propiedad piramidal es definida como una cadena de empresas en la cual el último propietario es el principal accionista de una firma, la cual a su vez posee un paquete de acciones de otra empresa y así sucesivamente (La Porta *et al.*, 1999). En esta línea, Wolfenzon (1999) define una pirámide como una cadena jerárquica de relaciones de propiedad. Por su parte, Bianco y Casavola (1999) definen los grupos piramidales como organizaciones en las que firmas legalmente independientes son controladas por el mismo *entrepreneur* (la cabeza del grupo) a través de una cadena de relaciones de propiedad. Como señalan estos autores, los grupos piramidales, especialmente aquellos que involucran empresas cotizadas, permiten una importante expansión de las actividades del propietario situado en la cúspide de la pirámide, ya que dicha estructura de grupo permite a éste controlar un gran conjunto de activos con una menor inversión.

En esta línea, Attig *et al.* (2004) señalan que las estructuras piramidales tienen su origen en dos cuestiones. Por un lado, el

principio de responsabilidad limitada, por el cual los accionistas limitan sus pérdidas a la cuantía de capital comprometido en la empresa. Así, el último propietario preferirá localizar su riqueza en empresas separadas, de tal forma que diversifique el riesgo. Por otro, la mayor facilidad para la extracción de beneficios privados por parte del accionista controlador en detrimento de la riqueza de los accionistas minoritarios. Estos autores sostienen que los grupos piramidales representan una importante forma de propiedad, no solo en países con una débil protección del sistema legal para los inversores externos y mercados de capitales no desarrollados<sup>1</sup>. Así, a través de un grupo piramidal el accionista controlador puede mantener un determinado poder de voto en las firmas controladas e internalizar solo una parte de sus costes financieros. En este sentido, Attig *et al.* (2004) afirman que uno de los objetivos del último propietario de un grupo piramidal es crear oportunidades para apropiarse de los beneficios privados. Concretamente, señalan que los últimos propietarios desarrollan estrategias (combinando sus derechos de *cash flow*, sus derechos de voto y la distancia con las empresas controladas) para minimizar su sensibilidad ante resultados negativos, así como maximizar su sensibilidad a los positivos (económicos o no). En este sentido, Silva *et al.* (2006) afirman que los incentivos del accionista controlador para extraer o transferir valor se amplifican cuando los derechos de voto del accionista controlador son superiores a los derechos económicos, una situación común en los grupos piramidales de empresas.

---

<sup>1</sup> Los grupos piramidales representan cerca de un 20% de la estructura de propiedad en Europa Occidental, un 35% en Canadá, un 37% en Japón y un 67% en el este de Asia (Attig *et al.*, 2004).

De este modo, uno de los aspectos más importantes de la estructura piramidal es que ofrece al accionista controlador la posibilidad de desviar *cash flow* desde unas empresas a otras. Concretamente, de firmas situadas en la base de la pirámide hacia otras compañías que se encuentran en niveles más altos de la cadena (*tunneling*). Johnson *et al.* (2000) definen el *tunneling* como la expropiación de los accionistas minoritarios a través de las transferencias de activos y beneficios fuera de la empresa, a favor de los accionistas que la controlan. Estos propietarios controladores pueden usar precios de transferencia en su beneficio, por ejemplo a través de relaciones con otras compañías bajo su control, transfiriendo activos a sí mismos a un precio inferior al de mercado, obteniendo préstamos utilizando como colateral los activos de la empresa, o pagando dividendos especiales a sí mismos (e.g., Shleifer y Vishny, 1997; Johnson *et al.*, 2000).

Por tanto, la separación entre derechos de voto y *cash flow* aumenta los conflictos de agencia entre accionistas minoritarios y controladores, ya que estos últimos tienen mayores incentivos a obtener beneficios privados en detrimento de la riqueza de los minoritarios. La divergencia implica que el accionista controlador asume menores costes derivados de la actuación expropiatoria (e.g., Shleifer y Vishny, 1997; Bebchuck, 1999; La Porta *et al.*, 2002; Claessens *et al.*, 2002).

### 3. ARGUMENTOS TEÓRICOS

La presencia de accionistas controladores determina que dichos propietarios influyan en las decisiones corporativas ya que tienen el poder y el incentivo a adoptar decisiones favorables a sus intereses (La Por-

ta *et al.*, 1999). Entre dichas decisiones se encuentra el nivel de endeudamiento, el cual puede verse condicionado por la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en poder del accionista controlador, ya que los beneficios privados pueden exceder de las pérdidas derivadas de la reducción del precio de las acciones.

Los argumentos teóricos que relacionan la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* con el nivel de endeudamiento apuntan que tal separación puede incrementar o reducir el nivel de deuda corporativa. La existencia de argumentos teóricos contrapuestos se debe, en gran parte, a que la utilización de deuda puede ser concebida como un mecanismo de alineamiento de intereses en la medida en que reduce el *cash flow* disponible (Jensen, 1986), o bien puede considerarse como un mecanismo adicional de expropiación de los minoritarios por el accionista controlador. De este modo, Faccio *et al.* (2007) argumentan que las relaciones entre el endeudamiento de una empresa y su vulnerabilidad a la expropiación dependen de si la deuda limita o facilita la expropiación por el accionista controlador, y de si la decisión de deuda está dominada por los acreedores bien informados o por el accionista controlador.

#### 3.1. Pirámides y aumento de deuda

Como señalan Du y Dai (2005), en la búsqueda de recursos financieros externos, el accionista controlador tiene que realizar una elección entre recursos propios y ajenos. En este sentido, dicho propietario puede tener incentivos hacia la emisión de deuda, ya que los recursos ajenos no diluyen su control entre los accionistas que se incorporen al capital de la empresa. De este modo, la entrada de nuevos accionistas aumenta la

posibilidad de que otros nuevos propietarios deseen entrar en el control de la empresa y, por tanto, puedan amenazar la posición de poder que ocupa el actual accionista controlador. Este efecto no dilución incentiva al accionista de control a realizar acciones expropiatorias, ya que la separación de derechos de voto y *cash flow* hace que sufra en menor medida las consecuencias de una posible quiebra derivada del aumento del nivel de endeudamiento. Por otra parte, estos mismos autores apuntan un segundo argumento que podría explicar el mayor uso de la deuda como fuente de financiación en los grupos piramidales, ya que puede existir un aumento del efecto señal de la deuda como mecanismo de gobierno corporativo. En este sentido, el accionista controlador puede hacer un mayor uso del endeudamiento como señal al mercado de sus menores posibilidades de expropiación al tener menos recursos disponibles como consecuencia de los pagos de la deuda.

### 3.2. Pirámides y reducción de deuda

Por el contrario, la divergencia puede influir en la estructura de capital reduciendo el nivel de endeudamiento. En este sentido, Du y Dai (2005) argumentan que los incentivos del accionista controlador a realizar operaciones de *tunneling*, es decir, la realización de actuaciones encaminadas a la obtención de beneficios privados en detrimento de los intereses de los accionistas minoritarios, pueden incidir en una reducción del uso de deuda. A medida que aumenta la deuda corporativa se reduce la cantidad de recursos que el accionista controlador puede invertir discrecionalmente en las empresas bajo su control. En un contexto de propiedad difusa, Jensen y Meckling (1976) argumentan que la deuda limita la discrecionalidad directi-

va al imponer mayores obligaciones sobre el *cash flow* corporativo. Por tanto, la deuda limita la expropiación de los accionistas dispersos por directivos profesionales. En esta línea, el efecto *tunneling* puede ser considerado como la adaptación de la teoría del *free cash flow* de Jensen (1986) al contexto de expropiación de accionistas minoritarios por parte de los accionistas controladores. En este sentido, a través de la retención de beneficios, la estructura piramidal permite al accionista controlador disponer de un mayor volumen de recursos internos, lo que reduce la necesidad de recurrir al mercado financiero, y en particular a la deuda como fuente de financiación. Ello además le permite evitar la disciplina del mercado y relajar las restricciones financieras (Almeida y Wolfenzon, 2006).

Además, como argumento complementario que explica el menor uso de deuda ante la presencia de grupos piramidales, Faccio *et al.* (2007) argumentan que la presencia de acreedores bien informados incidiría en un menor nivel de deuda ante la divergencia de derechos de voto y *cash flow*. Así, los acreedores tratarían de reducir el endeudamiento de empresas susceptibles de ser expropiadas con objeto de reducir el volumen de recursos a disposición del accionista controlador. De este modo, surge un efecto anticipación que conlleva una menor concesión de deuda a los grupos piramidales como mecanismo de protección de la riqueza de los inversores externos.

## 4. ASPECTOS DEL MÉTODO UTILIZADO

### 4.1. Muestra

La muestra está constituida por las 108 sociedades españolas no financieras coti-

zadas en el mercado continuo a finales del año 2006. Por tanto, hemos eliminado las empresas financieras, dado que sus peculiaridades aconsejan un tratamiento diferenciado. De las citadas empresas no financieras se cuenta con información de aquellos años en los que cotizan comprendidos entre 1996 y 2006, lo cual representa un total de 913 observaciones. De estas excluimos las observaciones correspondientes a empresas con recursos propios negativos, por lo que la muestra final está constituida por un total de 902 observaciones empresa-año.

#### 4.2. Identificación de los grupos piramidales

El procedimiento seguido para detectar la existencia de grupos piramidales se basa en el método de cadenas de control. Para ello, clasificamos las sociedades en dos grupos principales, por un lado, las empresas de propiedad difusa y, por otro, las que poseen un último propietario. En el presente trabajo, siguiendo a La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000, 2002) y Faccio y Lang (2002), una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posea directa o indirectamente un porcentaje de participación en los derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido, que en este estudio es el 10%. La Porta *et al.* (1999) apuntan dos justificaciones para utilizar el 10% como nivel de control. La primera es que proporciona un umbral significativo de derechos de voto y la segunda, que en muchos países se requiere legalmente a las empresas suministrar información acerca de la identidad de accionistas que posee un 10% ó más de los derechos de voto.

De este modo, si un accionista I es el principal accionista de la empresa A con un 16% de sus derechos de voto, y la empresa A es al mismo tiempo el mayor accionista de la empresa B con un 20% de las acciones, se considera que la empresa B está controlada por el accionista I, ya que existe un último propietario que controla B indirectamente a través de una empresa. En el ejemplo anterior, el accionista controlador posee un 3,2% de los derechos de *cash flow* de B, es decir, el producto de sus participaciones a lo largo de la cadena ( $0,16 \times 0,2$ ). Sin embargo, siguiendo el método propuesto por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), posee el 16% de los derechos de voto de B, es decir, el enlace más débil de la cadena de control (mín  $0,16; 0,2$ ). De este modo, no existiría una estructura piramidal si el accionista I posee el 100% de las acciones de la empresa B, ya que en ese caso coinciden derechos de voto y *cash flow*. En ocasiones, una empresa se encuentra controlada a través de una cadena de control múltiple, es decir, cuando el último propietario controla la empresa a través de diversas cadenas de control. Así, si en el ejemplo anterior el accionista controlador posee directamente un 6% de los derechos de voto de B, entonces dicho accionista participa en el 9,2% de los derechos de *cash flow* de B ( $0,16 \times 0,2 + 0,06$ ), y en el 22% de sus derechos de voto, es decir, [(mín  $0,16; 0,2$ ) +  $0,06$ ].

Con el objetivo de determinar los derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista, partimos de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la cual proporciona información sobre las participaciones directas e indirectas de aquellos accionistas con una dimensión superior al 5% del capi-

tal, así como de la propiedad en manos de los consejeros, independientemente del montante de la misma. Además, completamos dicha fuente secundaria con la base de datos Informa, que ofrece información sobre la propiedad y el consejo de administración de sociedades españolas cotizadas y no cotizadas, datos necesarios para representar en total la cadena de control de una empresa. Por otra parte, en el caso en el que existen sociedades no residentes en España como accionistas de empresas españolas, las estructuras de propiedad son completadas a través de las memorias obtenidas en las páginas web de dichas sociedades. En caso de duda hemos consultado a la propia sociedad a través de correo electrónico.

Con el fin de ilustrar el método utilizado, el gráfico n.º 1 muestra la cadena de control de Gas Natural, S.A. a 31 de diciembre de 2005. La estructura de propiedad inmediata indica que Caixa Holding S.A.U. es el principal accionista de Gas Natural, S.A., ya que posee directamente el 32,86% de los derechos de voto de la empresa, y es el principal accionista de Repsol-YPF, S.A., la cual directa e indirectamente tiene el 30,94% de los derechos de voto de Gas Natural, S.A.

Sin embargo, si nosotros definimos el siguiente eslabón de la cadena de control, observamos que «la Caixa» es el principal accionista. Además, «la Caixa» es también el principal accionista de Repsol-YPF. De esta forma, la estructura piramidal permite a «la Caixa» ser el último propietario de Gas Natural S.A. con el 47,19% de los derechos de voto  $((\text{Min: } (24,33+4,92+1,69); 14,123) + 32,86 + 0,20)$ , esto es, el enlace más débil en la cadena de control múltiple). Sin embargo, «la Caixa» participa en el 37,43% de los derechos de *cash flow*  $[(30,94\% \times 14,12\% \times 1) + (32,86\% \times 1) + (0,20\% \times 1)]$ .

Este ejemplo ilustra la importancia de identificar al principal accionista a través del método de cadenas de control. Si se utiliza la propiedad inmediata, se concluye que Caixa Holding S.A.U. con el 46,982% de los derechos de voto, es el principal accionista, pero como se ha indicado anteriormente, es «la Caixa» con el 47,185% de los derechos de voto. Además, este método permite computar y comparar los derechos de voto con los derechos de *cash flow* del último propietario, lo cual es preciso para determinar el nivel de divergencia entre ambos derechos. En el ejemplo, la ratio de divergencia es de 0,79 (37,43/47,19).

#### 4.3. Variables

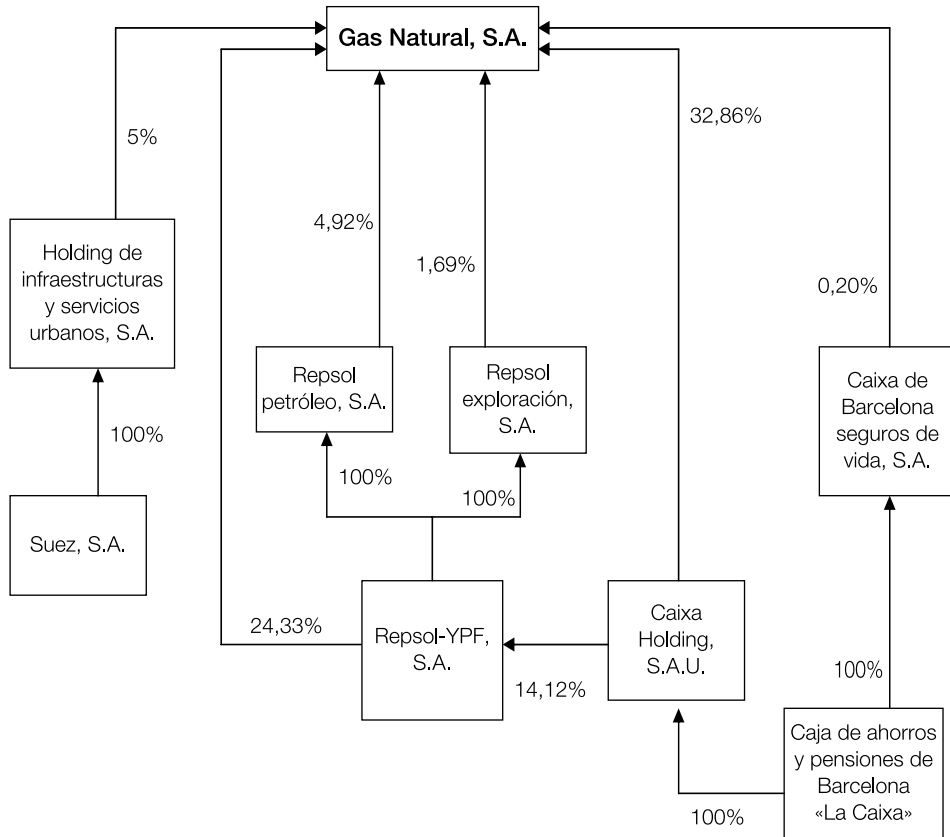
Las variables de interés en el presente estudio son las distintas medidas de la ratio de endeudamiento, así como las *proxies* de divergencia entre derechos de voto y *cash flow*. Las fuentes utilizadas para cuantificar las variables financieras han sido tanto la información financiera periódica de la CNMV, como los informes anuales de las empresas.

##### *Variable dependiente*

La variable dependiente es el nivel de endeudamiento, para lo cual se utilizan dos variantes de cómputo de la deuda, deuda total y deuda financiera (deuda bancaria más deuda representada por valores negociables). Estas variables pueden ser relativizadas por el pasivo total, tanto en valor contable, como en valor de mercado (deuda más valor de mercado del pasivo total). La valoración de la deuda y los recursos propios mediante el valor contable o valor de mercado ha tenido un cierto debate en la literatura. Los modelos teóricos de es-



Gráfico n.º 1

**Cadena de control de Gas Natural a 31 de diciembre de 2005**

Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV e Informa.

estructura de capital se basan en el valor de mercado de ambas variables (Short *et al.*, 2002). Sin embargo, la práctica totalidad de los estudios empíricos utiliza el valor contable de la deuda, fundamentalmente debido a la ausencia de información. En cuanto a los recursos propios, algunos autores (e.g., Marsh, 1982) argumentan a favor del uso de valores contables bajo la presunción de que los directivos adoptan la decisión de estructura de capital en base a ellos. Por el

contrario, Short *et al.* (2002) entre otros, sostienen que los valores contables están sujetos a manipulación mediante técnicas de contabilidad creativa, lo que dificulta la comparación entre empresas. De ahí que en el presente estudio hemos optado por aplicar los dos tipos de medidas, contables y de mercado, en lo referente a las variables utilizadas para relativizar la deuda. Así, utilizamos las siguientes ratios para medir el endeudamiento: deuda total sobre activo

total (DT/AT) (e.g., Du y Dai, 2005; King y Santor, 2008); deuda total sobre valor de mercado del pasivo (DT/VMPT) (e.g., Short *et al.*, 2002; Du y Dai, 2005); deuda financiera sobre activo total (DF/AT) (e.g., Bianco y Nicodamo, 2006; Faccio *et al.*, 2007) y deuda financiera sobre valor de mercado del pasivo total (DF/VMPT).

### ***Variables explicativas***

Las variables explicativas tratan de medir la divergencia entre derechos de voto y derechos de *cash flow*. Así, partiendo de la metodología de cadenas de control anteriormente descrita se definen dos variables alternativas. Por un lado, una variable dicotómica (*GRUPIRAM*) que adopta el valor 1 si la empresa es controlada a través de una pirámide y cero en el caso contrario (e.g., King y Santor, 2008). En segundo lugar, la ratio de divergencia (CF/V) medida por el cociente entre derechos de *cash flow* y derechos de voto del último propietario (e.g., Claessens *et al.*, 2000; La Porta *et al.*, 2000; Faccio *et al.*, 2001, 2007). Esta ratio adopta valores inferiores o iguales a 1, siendo la unidad un indicador de ausencia de divergencia. De ahí que la ratio CF/V deba interpretarse en sentido inverso, esto es, a menor valor de la ratio, mayor nivel de divergencia, es decir, mayor vulnerabilidad de la empresa a la expropiación.

### ***Variables de control***

Con objeto de analizar adecuadamente la relación divergencia-endeudamiento, es necesario controlar la elección de la estructura de capital no capturadas por las variables de propiedad mediante otros posibles determinantes.

Derechos de voto del último propietario (V). Debido a que la existencia de diver-

gencia entre derechos de voto y *cash flow* sólo puede producirse en los casos en que la empresa cuenta con un accionista controlador o último propietario, consideramos oportuno medirlo mediante el porcentaje de derechos de voto de dicho accionista. De acuerdo con la teoría de la agencia, en un contexto de propiedad concentrada, los accionistas controladores pueden estar interesados en utilizar la deuda con objeto de evitar la dilución de su participación que se produciría si se emiten nuevas acciones (Du y Dai, 2005). Por otra parte, también se plantea el argumento de utilización de la deuda como mecanismo de expropiación de los intereses de los accionistas minoritarios, lo cual dependerá del incentivo a expropiar de los accionistas controladores. Por tanto, la relación entre derechos de voto y deuda es ambigua, no pudiendo decantarnos *a priori* por un signo determinado.

Tamaño (*TAM*). El tamaño es medido a través del logaritmo del activo total (e.g., Bianco y Nicodamo, 2006; Faccio *et al.*, 2007; King y Santor, 2008). La literatura considera el tamaño como una *proxy* inversa de la información asimétrica entre agentes internos y externos, es decir, las empresas grandes suelen ofrecer más y mejor información que las empresas pequeñas. Ello facilita el acceso al mercado de capitales, concretamente pueden obtener más financiación vía recursos propios, lo cual implicaría un menor endeudamiento (Rajan y Zingales, 1995). Por otro lado, Friend y Lang (1988) argumentan que las empresas más grandes tienen mejor acceso al mercado de crédito; ello implica una relación positiva entre tamaño y deuda. Por tanto, podemos esperar tanto una incidencia positiva como negativa del tamaño en la deuda.

Rentabilidad (*ROA*). De acuerdo con estudios precedentes que analizan la relación divergencia-deuda (e.g., Du y Dai, 2005, Bianco y Nicodamo, 2006; King y Santor, 2008), consideramos la rentabilidad económica, medida por cociente entre el resultado antes de intereses e impuestos y el activo total. Según la teoría del *pecking order* (Myers, 1977), las empresas tienen preferencia por el uso de beneficios retenidos antes que por la deuda, recurriendo en última instancia a la emisión de acciones. Sin embargo, como afirman Short *et al.* (2002), la posibilidad de la empresa de ejercer tales preferencias depende de la cuantía de fondos internos disponibles para financiar los proyectos. Según estos argumentos la deuda estaría inversamente relacionada con la rentabilidad. Por otra parte, Rajan y Zingales (1995) argumentan que los acreedores prefieren conceder préstamos a empresas con alta rentabilidad y *cash flow*, por lo que se podría esperar que las empresas más rentables presenten un mayor endeudamiento.

Tangibilidad de los activos (*TANG*). El grado de tangibilidad es medido a través de la ratio activo fijo sobre activo total. Varios autores (e.g., Scott, 1977; Myers y Majluf, 1984) han sugerido que el tipo de activos de la empresa condiciona la elección de la estructura de capital. Rajan y Zingales (1995) sostienen que la utilización de estos activos como garantía reduce los costes de control de la deuda en la medida en que limita las posibles pérdidas de los acreedores, por lo que reduce el coste de la deuda. Por tanto, esperamos una relación positiva entre el grado de tangibilidad de los activos y el nivel de endeudamiento.

Oportunidades de inversión (*OPINV*). Siguiendo a Short *et al.* (2002) y Du y Dai (2005) utilizamos como *proxy* de las oportunidades de inversión la relación entre va-

lor de mercado y valor contable de los fondos propios. Las empresas con mayores oportunidades de inversión, en la medida en que puedan financiar sus proyectos con deuda, pueden tener incentivos a realizar proyectos más arriesgados, en detrimento de los acreedores, lo cual aumenta los costes de control de la deuda (Short *et al.*, 2002). De ahí que en este tipo de empresas se espera un menor acceso a la deuda.

Riesgo de fracaso (*RIESGO*). Siguiendo a Faccio *et al.* (2007) el riesgo de fracaso se mide por la ratio de cobertura de gastos financieros, siendo el cociente del resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos, entre los gastos financieros de la deuda. Esta ratio debe ser interpretada de forma inversa, de tal forma que una mayor ratio de cobertura indica que la empresa presenta menos problemas para hacer frente a los pagos de la deuda.

Sector. La pertenencia a un determinado sector de actividad indica en cierto modo el tipo de inversiones a realizar, en la medida en que requiere una estructura económica particular. Ello a su vez condiciona el tipo de recursos financieros más apropiados para financiar los distintos proyectos. El sector se recoge a través de variables dicotómicas, de acuerdo con la clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid. Du y Dai (2005), entre otros, controlan mediante el sector en su trabajo sobre divergencia y deuda.

Año. Dado que el nivel de endeudamiento puede estar condicionado por factores relacionados con el ciclo económico coyuntural, hemos optado por controlar la relación entre divergencia y deuda por el año, a través de variables dicotómicas. Entre los estudios sobre expropiación y deuda que contemplan esta variable se encuentra el de King y Santor (2008).

Cuadro n.º 1

**Distribución de las empresas en función del control piramidal. 1996-2006**  
(en %)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Empresas controladas a través de una pirámide	28,00	22,03	25,35	25,35	23,38	25,58	29,21	28,89	36,56	37,76	48,15
Empresas no controladas a través de una pirámide	72,00	77,97	74,65	74,65	76,62	74,42	70,79	71,11	63,44	62,24	51,85
N.º de empresas	50	59	71	77	82	86	89	90	93	98	108

Fuente: Elaboración propia.

## 5. DIVERGENCIA Y DEUDA. RESULTADOS EMPÍRICOS

### 5.1. Análisis descriptivo

En este apartado procedemos a realizar un análisis descriptivo de las variables utilizadas en el estudio, con especial referencia a las consideradas como *proxy* de divergencia entre derechos de voto y *cash flow*, es decir, la variable dicotómica que recoge y captura la presencia de un grupo piramidal y la ratio de divergencia.

El cuadro n.º 1 muestra la distribución de las empresas en función de si están o no controladas por medio de una pirámide, para cada uno de los años del período 1996-2006. Como podemos observar en el citado cuadro, el porcentaje de empresas que pertenecen a un grupo piramidal se sitúa entre el 22% y el 29% en los años 1996 a 2003. A partir de 2004 se produce un importante aumento, hasta situarse en el 48% en el año 2006. Es decir, a finales del período analizado aproximadamente la mitad de las empresas están controladas a través de un grupo

de carácter piramidal. Estos datos muestran la relevancia del análisis de los grupos piramidales en nuestro país debido a los conflictos de agencia que se pueden generar entre accionistas minoritarios y controladores.

Si analizamos el nivel de divergencia, los datos contenidos en el cuadro n.º 2 (calculados para el total de empresas, panel A) revelan una gran estabilidad en el valor medio de la ratio de divergencia entre 1996 y 2000, en los que el valor medio de dicha ratio es de 0,92 (excepción del año 1997). A partir del año 2001 se observa una tendencia decreciente, lo cual refleja un aumento de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*, hasta situarse en una media de 0,87 en el año 2006. Por otra parte, dado que más de la mitad de las empresas no están controladas por pirámides, la mediana de la ratio es igual a 1 en todos los años. Es de destacar que los valores mínimos de estas ratios se sitúan entre el 0,08 y el 0,32, lo cual indica que existen accionistas controladores con una importante separación entre sus derechos de voto y *cash flow*. De ahí que si efectuamos los cálculos para las empresas con

Cuadro n.º 2

**Estadísticos descriptivos de la ratio de divergencia. 1996-2006**

Panel A. Muestra total											
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Media	0,92	0,95	0,92	0,92	0,92	0,91	0,90	0,89	0,89	0,89	0,87
Mediana	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
DT	0,16	0,13	0,18	0,16	0,16	0,18	0,19	0,20	0,18	0,18	0,19
Mínimo	0,29	0,29	0,27	0,27	0,27	0,21	0,20	0,08	0,32	0,15	0,12
Máximo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total empresas	50	59	71	77	82	86	89	90	93	98	108
Panel B. Empresas con divergencia											
Media	0,74	0,79	0,69	0,69	0,71	0,68	0,68	0,63	0,72	0,71	0,74
Mediana	0,85	0,89	0,79	0,75	0,75	0,75	0,75	0,59	0,75	0,72	0,78
DT	0,23	0,22	0,25	0,22	0,22	0,23	0,25	0,23	0,20	0,19	0,21
Mínimo	0,29	0,29	0,27	0,27	0,27	0,21	0,20	0,08	0,32	0,15	0,12
Máximo	0,98	0,98	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
Empresas con divergencia	14	13	18	18	20	22	26	26	34	37	52

Fuente: Elaboración propia.

divergencia (panel B), encontramos que el valor medio desciende notablemente situándose entre 0,63 y 0,74 a lo largo del periodo analizado (con la excepción del año 1997 en el que se eleva a 0,79).

El nivel de endeudamiento de las empresas analizadas (ver cuadro n.º 3), medido a través de la ratio deuda total sobre activo total, se sitúa en términos medios en torno al 54% en el período 1996-2006. Este valor desciende hasta el 43% si relativizamos la deuda por el valor de mercado del pasivo, debido a que generalmente el valor de mercado de los fondos propios es superior a su valor contable. Cuando computamos exclusivamente la deuda financiera (que incluye deuda bancaria y de valores negociables), el

porcentaje se reduce a menos de la mitad (25% sobre el activo total y 20% sobre valor de mercado del pasivo). Ello evidencia que, en términos medios, las empresas utilizan una mayor proporción de deuda comercial y procedente de otras fuentes que de deuda financiera. Por otra parte, destacamos que en la muestra coexisten empresas que apenas utilizan recursos ajenos (valor mínimo de deuda total sobre activo del 3%), con empresas que financian el 94% de su activo con dichos recursos. En cuanto a la deuda financiera, observamos que existen empresas que no recurren en absoluto a este tipo de deuda, y empresas cuyo endeudamiento financiero representa hasta el 77% de los fondos totales en valor contable.

Cuadro n.º 3

**Endeudamiento de las empresas. 1996-2006**  
(en %)

	Media	Mediana	DT	Mínimo	Máximo
<i>DT/AT</i>	53,97	55,10	17,71	3,42	94,49
<i>DT/VMPT</i>	42,97	43,97	20,06	1,03	94,43
<i>DF/AT</i>	25,20	25,50	15,75	0	77,36
<i>DF/VMPT</i>	20,82	19,55	14,65	0	62,62

*DT/AT*, deuda total sobre activo total. *DT/VMPT*, deuda total sobre valor de mercado del pasivo total. *DF/AT*, deuda financiera sobre activo total. *DF/VMPT*, deuda financiera sobre valor de mercado del pasivo total.

Fuente: Elaboración propia.

Con objeto de analizar la diferencia en el nivel de endeudamiento entre empresas controladas a través de un grupo piramidal y las que no presentan dicha estructura de propiedad, hemos realizado un test de diferencia de medias para cada una de las cuatro variables utilizadas en el estudio. Los

valores medios de endeudamiento para cada uno de los colectivos se presentan en el cuadro n.º 4. Como podemos observar, las ratios de endeudamiento son siempre inferiores en las empresas controladas a través de una pirámide ( $CF/V < 1$ ) que en las empresas en las que no existe separación

Cuadro n.º 4

**Endeudamiento de las empresas. Diferencia de medias**  
(en %)

	<i>DT/AT</i>		<i>DT/VMPT</i>		<i>DF/AT</i>		<i>DF/VMPT</i>	
	$CF/V < 1$	$CF/V = 1$	$CF/V < 1$	$CF/V = 1$	$CF/V < 1$	$CF/V = 1$	$CF/V < 1$	$CF/V = 1$
Media	53,41	54,22	41,89	43,46	24,36	25,58	19,55	21,39
D.T.	1,12	0,68	1,15	0,81	0,94	0,62	0,82	0,60
Diferencia	0,80 (0,6310)		1,56 (1,0878)		1,22 (1,0807)		1,84* (1,7473)	
Observaciones	280	623	280	623	280	623	280	623

*DT/AT*, deuda total sobre activo total. *DT/VMPT*, deuda total sobre valor de mercado del pasivo total. *DF/AT*, deuda financiera sobre activo total. *DF/VMPT*, deuda financiera sobre valor de mercado del pasivo total. *CF/V*, cociente entre derechos de *cash flow* y derechos de voto del último propietario.

Fuente: Elaboración propia.

de derechos ( $CF/V=1$ ), si bien esta diferencia sólo resulta estadísticamente significativa en la ratio deuda financiera sobre valor de mercado del pasivo total ( $DF/VMPT$ ).

Por último, el cuadro n.º 5 contiene la media y desviación típica, así como la matriz de correlaciones entre las variables. Como podemos observar, los coeficientes de correlación entre la dicotómica de control por un grupo piramidal (*GRUPIRAM*) presentan un signo negativo con todas las variables de endeudamiento. Asimismo, la ratio de divergencia ( $CF/V$ ) presenta una correlación positiva, indicando una relación inversa entre divergencia y endeudamiento.

## 5.2. Análisis econométrico. Divergencia y deuda en las empresas cotizadas españolas

En el presente apartado exponemos los resultados obtenidos de la estimación de los distintos modelos planteados, tanto para la deuda total como para la deuda financiera. Las estimaciones son realizadas mediante modelos de regresión lineal por mínimos cuadrados ordinarios (OLS), utilizando la instrucción *cluster* al objeto de recoger el efecto grupo. El tratamiento econométrico lo efectuamos con el programa STATA.8.

Los resultados de dichas estimaciones se presentan en los cuadros n.º 6 y 7. Así, en el cuadro n.º 6 mostramos los modelos que relacionan la divergencia con la deuda total. Como podemos observar la variable dicotómica (*GRUPIRAM*) que representa el control a través de un grupo piramidal no resulta estadísticamente significativa (modelos 1 y 3). Análogamente, cuando contemplamos el grado de separación entre derechos de voto y *cash flow*, la ratio de divergencia ( $CF/V$ ) no resulta estadísticamente significativa en nin-

guno de los modelos que consideran como variable dependiente la deuda total (modelos 2 y 4). Estos resultados pueden explicarse por el hecho de que la deuda está integrada por diferentes tipos de recursos financieros (deuda bancaria, deuda comercial, etc.). Concretamente, según los estadísticos descriptivos anteriormente comentados, en términos medios, un 54% de los recursos de la empresa proceden de la deuda, siendo un 25% deuda financiera. Esta composición de la deuda con una heterogeneidad de fuentes, puede explicar la ausencia de significación estadística de las variables objeto de análisis. Ello nos aconseja considerar la deuda financiera de forma separada del resto de recursos ajenos.

Los resultados obtenidos de la estimación de los modelos para la deuda financiera se presentan en el cuadro n.º 7. Al analizar estos resultados detectamos una gran diferencia en relación con los obtenidos para la deuda total. Así, la variable dicotómica representativa de la pertenencia a un grupo piramidal (*GRUPIRAM*) resulta negativa y estadísticamente significativa (modelos 5 y 7), lo cual indica que las empresas controladas por una pirámide tienen un menor nivel de deuda financiera, tanto si se relativiza por el activo total como por el valor de mercado del pasivo. Por su parte, la variable divergencia, representativa de la separación entre derechos de voto y *cash flow*, resulta positiva y estadísticamente significativa (modelos 6 y 8). Este resultado nos indica que una mayor divergencia (menor ratio), implica un menor nivel de endeudamiento financiero, en coherencia con los resultados obtenidos en relación con la variable dicotómica de grupo piramidal. Los resultados obtenidos confirman el análisis descriptivo, así como de la diferencia de medias con la variable deuda financiera, en la cual, como comentamos

Cuadro n.º 5

**Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones**

	Media	DT	DT/AT	DT/VMPT	DF/AT	DF/VMPT	GRUPIRAM	CF/V	V	TAM	ROA	TANG	OPINV
DT/AT	53,97	17,71											
DT/VMPT	42,97	20,06	0,6496										
DF/AT	25,20	15,75	0,5114	0,4771									
DF/VMPT	20,82	14,65	0,4248	0,6298	0,8874								
GRUPIRAM <sup>a</sup>	31,00	46,27	-0,021	-0,0362	-0,036	-0,058							
CF/V	0,91	0,18	0,0359	0,0413	0,0278	0,0486	-0,734						
V	32,82	22,01	0,1641	0,1064	0,0213	0,0309	0,1374	-0,018					
TAM	13,45	1,799	0,3079	0,2350	0,3796	0,3424	0,1270	-0,1085	-0,0102				
ROA	8,37	7,56	-0,174	-0,4209	-0,296	-0,3379	-0,008	0,0226	0,0546	-0,008			
TANG	53,32	22,45	-0,157	-0,0305	0,3862	0,3359	0,1577	-0,1290	-0,1093	0,470	-0,097		
OPINV	3,50	9,41	0,1895	-0,1079	-0,011	-0,096	-0,016	0,0267	0,0116	-0,033	0,1731	-0,053	
RIESGO	20,42	83,80	-0,122	-0,1860	-0,247	-0,234	0,029	-0,0593	0,0319	-0,124	0,2795	-0,093	0,0565

*DT/AT*, deuda total sobre activo total. *DT/VMPT*, deuda total sobre valor de mercado del pasivo. *DF/AT*, deuda financiera sobre activo total. *DF/VMPT*, deuda financiera sobre valor de mercado de los fondos totales. *GRUPIRAM*, variable dicotómica que adopta el valor uno si la empresa es controlada a través de una pirámide y cero en caso contrario. *CF/V*, cociente entre derechos de *cash flow* y derechos de voto del último propietario. *V*, derechos de voto del principal accionista. *TAM*, logaritmo del activo total. *ROA*, resultado antes de intereses e impuestos entre el activo total. *TANG*, relación entre el activo fijo y el activo total. *OPINV*, relación entre la capitalización bursátil y valor contable de los recursos propios. *RIESGO*, cociente entre resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos y gastos financieros. <sup>a</sup> El valor medio de esta variable representa el porcentaje de empresas que pertenecen a un grupo piramidal.

Fuente: Elaboración propia.



Cuadro n.º 6  
**Divergencia y deuda total**

	<i>DT/AT</i>		<i>DT/VMPT</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GRUPIRAM</i>	-0,0278 (-1,34)		-0,0214 (-1,08)	
<i>CF/V</i>		0,0564 (1,21)		0,0573 (1,22)
<i>V</i>	0,0009 (1,54)	0,0008 (1,46)	0,0009* (1,73)	0,0008* (1,68)
<i>TAM</i>	0,0460*** (5,42)	0,0460*** (5,35)	0,0407*** (4,47)	0,0407*** (4,43)
<i>ROA</i>	-0,4740*** (-3,95)	-0,4755*** (-3,97)	-1,0262*** (-6,02)	-1,0279*** (-6,05)
<i>TANG</i>	-0,2388*** (-4,04)	-0,2383*** (-4,00)	-0,1675*** (-3,19)	-0,1668*** (-3,12)
<i>OPINV</i>	0,0040*** (3,12)	0,0040*** (3,13)	-0,0004 (-0,31)	-0,0004 (-0,32)
<i>RIESGO</i>	-0,0009 (-1,09)	-0,0008 (-1,05)	-0,0009 (-1,08)	-0,0008 (-1,04)
<i>Sector</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
<i>Año</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
<i>Constante</i>	0,0029 (0,03)	-0,0505 (-0,39)	0,0296 (0,24)	-0,0252 (-0,18)
N.º observ.	902	902	902	902
R <sup>2</sup>	0,3897	0,3883	0,4296	0,4300

Muestra: Empresas no financieras cotizadas en el mercado continuo español. 1996-2006. 902 observaciones empresa-año.

Definición de variables:

*DT/AT*, deuda total sobre activo total. *DT/VMPT*, deuda total sobre valor de mercado del pasivo. *DF/AT*, deuda financiera sobre activo total. *DF/VMPT*, deuda financiera sobre valor de mercado de los fondos totales. *GRUPIRAM*, variable dicotómica que adopta el valor uno si la empresa es controlada a través de una pirámide y cero en caso contrario. *CF/V*, cociente entre derechos de *cash flow* y derechos de voto del último propietario. *V*, derechos de voto del principal accionista. *TAM*, logaritmo del activo total. *ROA*, resultado antes de intereses e impuestos entre el activo total. *TANG*, relación entre el activo fijo y el activo total. *OPINV*, relación entre la capitalización bursátil y valor contable de los recursos propios.

En paréntesis, el estadístico t basado en errores estándar robustos clusterizado por empresa.

\*, \*\*, \*\*\* significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 7

**Divergencia y deuda financiera**

	<i>DF/AT</i>		<i>DF/ VMPT</i>	
	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>GRUPIRAM</i>	-0,0482*** (-2,93)		-0,0408*** (-2,68)	
<i>CF/V</i>		0,0744** (2,14)		0,071** (2,28)
<i>V</i>	0,0006 (1,43)	0,0004 (1,12)	0,0006 (1,62)	0,0005 (1,36)
<i>TAM</i>	0,0203*** (2,85)	0,0202*** (2,77)	0,0223*** (3,26)	0,022*** (3,18)
<i>ROA</i>	-0,4623*** (-4,87)	-0,4640*** (-4,83)	-0,5012*** (-5,13)	-0,5029*** (-5,10)
<i>TANG</i>	0,2334*** (4,95)	0,2337*** (4,93)	0,1612*** (3,72)	0,1617*** (3,69)
<i>OPINV</i>	0,0014*** (5,48)	0,0014*** (5,26)	0,0002 (0,32)	0,0002 (0,31)
<i>RIESGO</i>	-0,0002*** (-4,06)	-0,0002*** (-3,93)	-0,0001*** (-3,44)	-0,0001*** (-3,32)
<i>Sector</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
<i>Año</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
<i>Constante</i>	-0,1235 (-1,27)	-0,1933* (-1,84)	-0,1368 (-1,53)	-0,2046** (-2,14)
N.º observ.	902	902	902	902
R <sup>2</sup>	0,4432	0,4328	0,4346	0,4277

Muestra: Empresas no financieras cotizadas en el mercado continuo español. 1996-2006. 902 observaciones empresa-año.

Definición de variables:

*DT/AT*, deuda total sobre activo total. *DT/VMPT*, deuda total sobre valor de mercado del pasivo. *DF/AT*, deuda financiera sobre activo total. *DF/VMPT*, deuda financiera sobre valor de mercado de los fondos totales. *GRUPIRAM*, variable dicotómica que adopta el valor uno si la empresa es controlada a través de una pirámide y cero en caso contrario. *CF/V*, cociente entre derechos de *cash flow* y derechos de voto del último propietario. *V*, derechos de voto del principal accionista. *TAM*, logaritmo del activo total. *ROA*, resultado antes de intereses e impuestos entre el activo total. *TANG*, relación entre el activo fijo y el activo total. *OPINV*, relación entre la capitalización bursátil y valor contable de los recursos propios.

En paréntesis, el estadístico t basado en errores estándar robustos clusterizado por empresa.

\*, \*\*, \*\*\* significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

anteriormente, el nivel de endeudamiento financiero es inferior en las empresas controladas por grupos piramidales.

En cuanto a las variables de control, debemos destacar la gran estabilidad observada en los resultados obtenidos de la estimación de los distintos modelos, tanto en los relativos a la deuda total como a la deuda financiera. Así, el porcentaje de derechos de voto en manos del principal accionista presenta un signo positivo en los modelos en los que resulta significativo, lo cual indica que a mayor nivel de control mayor endeudamiento. El tamaño presenta un signo positivo en todos los modelos, indicando que las empresas de mayor dimensión presentan ventajas para acceder al mercado crediticio, fundamentalmente por sus menores asimetrías informativas. La rentabilidad económica presenta un signo negativo, lo cual se sitúa en la línea de los argumentos de Myers (1977) en relación con la teoría del *pecking order*, es decir, las empresas más rentables utilizan preferiblemente los fondos procedentes de la autofinanciación, lo que conduce a un menor endeudamiento. La variable *proxy* de oportunidades de inversión resulta positiva en los modelos sobre deuda total, lo cual indica que las empresas con mayores oportunidades de inversión tienden a utilizar una mayor proporción de deuda para financiar sus inversiones. En todas estas variables estos resultados se mantienen independientemente del modelo utilizado (deuda total o deuda financiera). Sin embargo, cuando analizamos los resultados obtenidos para las variables tangibilidad y riesgo, observamos cierta discrepancia entre ambos modelos. Así, mientras que en los modelos relativos a la deuda total el riesgo no resulta significativo (cuadro n.º 6), en los referidos a la deuda financiera el riesgo de

fracaso presenta un signo negativo, siendo significativo en todos los modelos (cuadro n.º 7). Por último, la variable tangibilidad, que resulta negativa en todos los modelos de deuda total, invierte el signo en los modelos de deuda financiera. Ello se puede explicar por el hecho de que es la deuda financiera la que requiere de la existencia de activos susceptibles de ser utilizados como colateral en las operaciones crediticias.

## 6. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

Si bien existe abundante literatura, tanto teórica como empírica en relación con los diversos trabajos relacionados con la estructura de propiedad, la investigación concreta sobre la incidencia de la estructura de propiedad en la estructura de capital es escasa, y aporta resultados contradictorios (King y Santor, 2008). Esta carencia de estudios se acentúa en el caso de los trabajos que centran su atención en el análisis de la incidencia de los mecanismos que permiten la separación de derechos de voto y *cash flow* en el nivel de endeudamiento. Así, destacamos los trabajos de Du y Dai (2005), Faccio *et al.* (2007) y King y Santor (2008).

En el presente estudio hemos analizado la relación divergencia-endeudamiento utilizando una muestra de empresas cotizadas españolas. Los resultados obtenidos muestran que tanto la utilización de grupos piramidales como el nivel de separación de derechos de voto y *cash flow* del accionista controlador que permiten dichas estructuras, inciden en un menor nivel de endeudamiento. De este modo, los resultados se encuentran en consonancia con los efectos *tunneling* y anticipación. El efecto *tunneling* determina que los accionistas controladores de los grupos piramidales en España

reducen el nivel de endeudamiento de las empresas controladas con el propósito de eludir la disciplina del mercado y controlar un mayor volumen de fondos susceptibles de ser utilizados para obtener beneficios privados. Por otro lado, el efecto anticipación explica el menor nivel de endeudamiento desde el lado de la oferta de fondos, ya que los acreedores anticipan el mayor incentivo a la expropiación ante el uso de estructuras piramidales reduciendo la concesión de recursos ajenos a dichos grupos.

De este modo, los resultados obtenidos coinciden con los encontrados por King y Santor (2008). En su estudio, relativo a empresas canadienses, estos autores presentan evidencia de una relación negativa entre la existencia de separación entre derechos de voto y *cash flow* y el endeudamiento. En cuanto a la incidencia de la ratio de divergencia en el endeudamiento, los resultados encontrados en el presente trabajo están en consonancia con los obtenidos por Faccio *et al.* (2007). Los resultados de dicho estudio reflejan que una mayor divergencia entre derechos de voto y *cash flow* se asocia con

un menor endeudamiento financiero, lo cual es interpretado por dichos autores en el sentido de que la deuda facilita la expropiación, por lo que los acreedores informados tratan de reducir el endeudamiento de empresas susceptibles de ser expropiadas de manera que se reduzca el volumen de recursos a disposición del accionista controlador.

Por último, debemos señalar que en nuestra opinión, el presente estudio contribuye a ampliar el conocimiento de las relaciones entre la estructura de propiedad de las empresas y sus decisiones financieras, en particular la relativa al endeudamiento, siendo un estudio pionero en nuestro país al considerar la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*, lo cual constituye la principal contribución del trabajo. En este sentido, los resultados revelan la utilización de grupos piramidales como mecanismos de expropiación de rentas, lo cual puede ser reflejo de la reducción de la demanda y/o oferta de recursos ajenos, debido a la búsqueda de beneficios privados de los accionistas controladores en detrimento de los intereses de los propietarios minoritarios.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHMED, A.S. Y DUELLMAN, S. (2007): «Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 43: 411-437.
- ALMEIDA, H. V. Y WOLFENZON, D. (2006): «A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups». *The Journal of Finance*, vol. 61, 6: 2637-2680.
- ATTIG, N.; FISCHER, K. Y GADHOUM, Y. (2004): «On the Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence of Dilution of Minority Interest». WP SSRN 434201.
- BEBCHUK, L.A. (1999): «A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control», *National Bureau of Economic Research*. WP 7203.
- BIANCO, M. Y CASAVOLA, P. (1999): «Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance». *European Economic Review*, 43: 1057-1069.
- BIANCO, M. Y NICODAMO, G. (2006): «Pyramidal Groups and Debt». *European Economic Review*, 50: 937-961.
- CESTONE, G. Y FUMAGALLI, C. (2005): «The Strategic Impact of Resource Flexibility in Busienn Groups». *RAND Journal of Economics*, 36: 193-214.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. Y LANG, L. (2000): «The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations», *Journal of Financial Economic*, 58: 81-112.

- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P. Y LANG, L. (2002): «Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings». *Journal of Finance*, 57: 2741-2771.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES: Estadísticas de participaciones significativas.
- DU, J. Y DAI, Y. (2005): «Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies». *Corporate Governance: An International Review*, vol.13, 1: 60-71.
- FACCIO, L. Y LANG, L. (2002): «The Ultimate Ownership of Western European Corporations». *Journal of Financial Economics* 65: 365-395.
- FACCIO, M.; LANG, L. H. P. Y YOUNG, L. (2001): «Dividends and Expropriation», *American Economic Review*, 91: 54-78.
- 2007: «Debt and Expropriation». Purdue Ciber Working Papers, [www.mgmt.purdue.edu/centers/ciber/publications](http://www.mgmt.purdue.edu/centers/ciber/publications)
- FRIEND, I, Y LANG, L. (1988): «An Empirical Test on the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure». *Journal of Finance*, 423 (2): 271-281
- INFORMA: Base de datos SABI e Identificación de empresas y directivos.
- JENSEN, M.C. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers». *American Economic Review* 76, 2: 323-329.
- JENSEN, M.C. Y MECKLING, W.H. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (2000): «Tunneling». *The American Economic Review*, 90, 2: 22-27.
- KHANNA, T. Y PALEPU, K. (2000): «The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-run Evidence from Chile». *Academy of Management Journal*, 43(3): 449-467.
- KING, M. R. Y SANTOR, E. (2008): «Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms». Forthcoming en *The Journal of Banking and Finance*.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999): «Corporate Ownership Around the World». *Journal of Finance* Vol. LIV: 471-517.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (2000): «Investor Protection and Corporate Governance». *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2):3-27.
- (2002): «Investor Protection and Corporate Valuation». *Journal of Finance* 58: 1147-1170.
- MARSH, P. (1982): «The Choice Between Equity and Debt». *Journal of Finance*, 37 (1): 121-144.
- MYERS, S. (1977): «Determinants of Corporate Borrowing». *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- MYERS, S. Y MAJLUF, N.S. (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have». *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- PAGANO, M. Y VOLPIN, P. (2001): «The Political Economy of Finance» *Oxford Reviv of Economic Policy*, Vol. 17,4:502-519
- RAJAN, R. G. Y ZINGALES, L. (1995): «What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data». *The Journal of Finance*, vol. 50, 5: 1421-1460.
- SANTANA MARTÍN, D. J. Y AGUIAR DÍAZ, I. (2006): «El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)». *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 26:47-72.
- 2007: «Corporate ownership in Spain». *Corporate Ownership & Control*, vol. 5: 322-331.
- SCOTT, J. (1977): «Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure». *Journal of Finance*, 32(1): 1-20.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1997): «A survey of corporate governance», *The Journal of Finance* Vol. LI: 737-783.
- SHORT, H.; KEASEY, K. Y DUXBURY, D. (2002): «Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: a UK Analysis». *International Journal of The Economics of Business*, vol. 9, 3: 375-399.
- SILVA, F.; MAJLUF, N. Y PAREDES, R. D. (2006): «Family Ties, Interlocking Directors and Performance of Business Groups in Emerging Countries: the Case of Chile». *Journal of Business Research*, 59: 315-321.
- VILLALONGA, B. Y AMIT, R. (2006): «How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value» *Journal of Financial Economics*, 80: 385-417.
- WOLFENZON, D. (1999): «A Theory of Pyramidal Ownership», *Working Paper*, University of Michigan Business School.

# *Corporaciones transnacionales y tendencias de la inversión extranjera en la globalización*

310

En este trabajo se analiza el proceso de aumento acelerado de inversiones de las corporaciones transnacionales desde los años setenta, las cuales en casi el 90% se dan en forma de fusiones y adquisiciones transfronterizas. En sus estrategias predomina la orientación al mercado, complementada con el aprovechamiento de ventajas salariales y recursos naturales, con tendencia a desarrollar sistemas integrados globales de producción y comercialización, aunque con diferencias regionales. Geográficamente se concentran en países y regiones desarrollados con altos ingresos o mercados de gran tamaño y crecimiento, y de forma sectorial en un reducido número de actividades de servicios con grandes activos en infraestructura, finanzas y servicios a empresas de forma creciente. En las manufacturas, predominan las inversiones en industrias basadas en el antiguo patrón tecnológico, orientación que influye en el grado de transnacionalización de las corporaciones.

*Hirurogeita hamarrekotik hamarkadatik, gora eta gora egin dute korporazio transnazionalen inbertsioek: inbertsio horien % 90 bat-egiteen eta mugez gaindiko erosketen bidez gauzatzen dira. Eta, hain zuzen, prozesu hori du aztergai lan honek. Korporazioen estrategietan, merkatu-ikuspegia da nagusi, bai eta soldata-abantailak eta baliabide naturalak aprobetxatzea ere; hala, produkzio- eta merkaturatze-sistema integratu eta globalak osatzen dituzte, baina eskualdeko berezitasunekin. Geografiari dagokionez, herrialde eta eskualde garatueta kontzentratuak daude, diru-sarrera handiak edo merkatu eta hazkunde handiak dituzten tokietan; sektoreka, berriz, gero eta gehiago, azpiegituretan, finantzetan eta enpresentzako zerbitzuetan aktibo garrantzitsuak dituzten zerbitzu-jarduera gutxi batzuetan kontzentratzen dira. Manufaktoretan, lehengo teknologia-patroian oinarritzen diren industrietan egindako inbertsioak dira nagusi, eta joera horrek eragina du korporazioen transnacionalizazio-mailan.*

In this paper we analyse the process of the accelerated growth of the investments by the transnational corporations since the 70s, most of which (almost 90%) are mergers and cross-border purchases. These strategies predominately orientate towards the market, together with the benefit of salary advantages and natural resources, and a trend to develop global integrated production and commercialization systems, with regional differences. Geographically they concentrate both; in developed countries and regions with high income or large markets with a significant growth, or in a sectorial way in a reduced number of activities of services with strong assets in infrastructures, finance and services to companies. In the manufacturing sector there is predominately investment in industry based on the old technological pattern, orientation that influences the degree of the corporations transnationalization.

## ÍNDICE

1. Corporaciones transnacionales, papel multidimensional y estrategias
  2. Evolución de la importancia de las corporaciones transnacionales en la economía
  3. Tendencias a medio y largo plazo en las estrategias regionales y sectoriales de acumulación de inversiones. Fusiones y adquisiciones transfronterizas de las corporaciones transnacionales
  4. Expansión asimétrica de las corporaciones y transnacionalización
  5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras claves: empresas transnacionales, inversión extranjera, globalización, producción internacional, comercio internacional.

Keywords: transnational companies, foreign investment, globalization, international production, international trading.

N.º de clasificación JEL:F23, F21, OL9.

### 1. CORPORACIONES TRANSNACIONALES, PAPEL MULTIDIMENSIONAL Y ESTRATEGIAS

La importancia de las empresas, grupos, o corporaciones transnacionales (ET, GT o CT)<sup>1</sup>

<sup>1</sup> En este trabajo usaremos de forma indistinta las expresiones Corporaciones Transnacionales (CT). Empresas Transnacionales (ET) o Grupos Transnacionales (GT), y la definición utilizada es la de UNCTAD: «Una Corporación Transnacional es una empresa, que comprende entidades locales en dos o más países, las cuales están vinculadas por propiedad o de forma que una o más de ellas pueden ejercer influencia significativa sobre las actividades de las otras...» «En otras palabras las CT son empresas corporativas o no corporativas y comprenden empresas matrices y filiales en el extranjero. Una empresa matriz es definida como empresa que controla activos de otras entidades en otros países... Un capital accionario de 10% o más de participación ordinaria o poder de voto...son considerados como umbral para el control de activos», (UNCTAD: *Manual on Statistics of FDI and Operations of TNCs, 2004* y *World Investment Development Report 2008*).

en la economía mundial se ha acentuado en los últimos años, como consecuencia de su creciente expansión, contribuyendo de forma decisiva a la intensificación del proceso de transnacionalización de las últimas tres décadas y consolidando su papel de agente clave de la globalización económica<sup>2</sup>. Aunque no todos los grupos de empresas (GE) son grupos transnacionales, en el actual proceso de mundialización iniciado después de la crisis de los años setenta todas las grandes em-

<sup>2</sup> Definimos la *globalización económica o mundialización* como el proceso por el cual la producción se ha integrado a escala mundial, constituyendo una única cadena mundial de valor añadido, en la cual las decisiones de los agentes se adoptan también a escala global y que presenta una dimensión productiva y otra comercial. La globalización económica es sólo una parte del fenómeno denominado globalización, que tiene también otras dimensiones (financiera, cultural, política, ideológica, ecológica) y un grado desigual de desarrollo. Para un análisis sistemático de la globalización: Martínez González.-Tablas, 2007.

presas tienden a internacionalizarse<sup>3</sup> y en mayor grado los grupos empresariales, de modo que en la actualidad, a escala mundial, las CT son representativas del conjunto de los GE.

El aumento del flujo de inversiones extranjeras directas<sup>4</sup> (IED), que da lugar a la existencia de las CT y a la mundialización de la economía, y el acelerado proceso de fusiones y adquisiciones de empresas, desarrollado en las últimas décadas, ha acentuado el interés académico por dichas corporaciones y su impacto en las economías, estudiadas con diversos enfoques desde finales de los años sesenta.

El carácter de la CT como agente fundamental de la internacionalización de la economía, fue definido en los años setenta por diversos autores: Hymer (1972), que desde su tesis doctoral en 1960 renovó el enfoque del estudio sobre las CT, planteó que su estudio no debía centrarse sólo en su impacto en los mercados sino en toda la economía; Mandel (1972) consideró que estas corporaciones y la «tercera revolución tecnológica» son elementos fundamentales de la nueva etapa transnacional, cuyo inicio situó al principio de la última posguerra mundial, mientras que Palloix (1973), señaló que las CT eran el principal agente transnacional y una muy importante institución económica, pero que no constituyen el proceso de internacio-

nalización del capital en sí, sino un producto del mismo y que su concentración tiene un gran efecto en los mercados, especialmente en los de los países no industrializados. Dunning, que ha realizado una continua tarea investigadora sobre el fenómeno corporativo transnacional durante las últimas décadas, ha establecido una tipología sobre la conducta de las mismas (Dunning, 1993, 1996). También otros autores y organismos como la Conferencia de Naciones Unidas para el Comercio y del Desarrollo, UNCTAD, han estudiado el trascendente papel de las ET y sus efectos en el proceso económico, incluyendo su repercusión en las instituciones nacionales e internacionales.<sup>5</sup>

La valoración del papel de las CT difiere según la perspectiva analítica. Muchos autores argumentan que sus efectos son beneficiosos para las economías receptoras y consideran que generan empleo, que incrementan la productividad, transfieren tecnología y conocimientos, ayudan a incrementar las exportaciones y por lo tanto, deben considerarse como agentes que contribuyen al desarrollo económico (Brittan, 1995).

También hay numerosos autores, en la línea de investigación abierta por Hymer o Dunning que hacen un balance más crítico de las CT a partir de valorar su incidencia en el sistema de precios y la balanza de pagos provocado por el uso de de precios de transferencia en el comercio intrafirma, la deslocalización, su papel en la segmentación del mercado mundial de trabajo y de la distribución del ingreso, en la desigual formación de

---

<sup>3</sup> Por ejemplo todas las empresas del índice bursátil español IBEX 35 están internacionalizadas y la importancia de su facturación en el exterior es creciente: entre finales de 2003 y junio de 2008, pasó del 35% al 49% de su facturación total. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV: <http://www.cnmv.es/index.htm>)

<sup>4</sup> La inversión extranjera directa se diferencia de la inversión extranjera en cartera en la intención de ejercer el control —al menos parcial— de la empresa creada, adquirida o participada (*Balance of Payments Manual: Fifth Edition*, Washington, D.C., International Monetary Fund, 1993, y *World Investment Report 2008* (UNCTAD, 2008).

---

<sup>5</sup> En 1974 Naciones Unidas creó el Programa sobre Empresas Transnacionales y el Centro sobre Corporaciones Transnacionales de Naciones Unidas (UNCTC). A partir de 1993 el Programa fue transferido a la Conferencia sobre Comercio y Desarrollo de Naciones Unidas (UNCTAD), que anualmente elabora los *World Investment Report*, de los cuales en los últimos años, John Dunning, es asesor principal.



los recursos humanos, en la asimétrica evolución tecnológica, en el entorno institucional o en la división internacional del trabajo (Rowthorn y Kozul-Wright, 1998; Bairoch y Kozul-Wright, 1996), aspectos que influyen en el desarrollo económico global desigual.

Este trabajo se propone analizar la evolución de la importancia de las CT en la economía mundial y de la situación actual y tendencias en sus inversiones extranjeras directas, a partir del tipo de estrategias de inversión de dichas empresas establecido por Dunning (1993 y 1996):

1. Orientada a la obtención de recursos naturales o mano de obra de bajo coste.

Los países preferidos para invertir por las corporaciones transnacionales son los que disponen de una fuerte dotación de uno o de ambos recursos.

2. Orientada al mercado (nacional o regional).

En este caso las decisiones corporativas privilegian economías de tamaño suficiente, preferentemente en crecimiento, con costes de transacción reducidos.

3. Orientada a la búsqueda de eficiencia.

Las decisiones están determinadas por las ventajas comparativas que presenten las localizaciones alternativas, especialmente en economías de escala y especialización, que faciliten el acceso a terceros mercados y la complementariedad productiva y comercial entre filiales

4. Orientada al aprovechamiento de uno o más activos estratégicos locales (estructuras de mercado, *know how*, tecnológicos, de organización, posiciones de mercado y redes de distribución, fuerza de trabajo cualificada).

En los últimos años las empresas transnacionales han desarrollado sistemas integrados globales (transnacionales) de producción y comercialización, que combinan esos objetivos, pero dando prioridad aquellos de mayor impacto según la actividad global. Estos sistemas pueden implicar una integración simple de las filiales que se especializan en un segmento de la cadena de valor añadido o una integración más compleja en la cual la filial se integra en la red mundial de producción y distribución combinando segmentos de la cadena global (producción con diversos grados de valor, comercio, etc.).

## 2. EVOLUCIÓN DE LA IMPORTANCIA DE LAS CORPORACIONES TRANSNACIONALES EN LA ECONOMÍA

Desde que, a finales del siglo XIX en el contexto de una creciente liberalización comercial y financiera, las grandes empresas de Europa y Estados Unidos iniciaran una expansión internacional, estas se han convertido en un agente de gran importancia dentro de la economía mundial configurando grupos corporativos. El mencionado despliegue internacional de las grandes corporaciones se redujo de forma significativa en el periodo que va desde 1913 a 1945, en el que se produjeron las dos guerras mundiales y la crisis de los años treinta. La recuperación de la economía mundial en la posguerra propició un nuevo ciclo expansivo de las inversiones internacionales de los grandes grupos empresariales, que se intensificó en los años siguientes a la crisis de principios de los años setenta. En la actualidad, ha alcanzado, en 2007, un valor equivalente a 137 veces el de 1970.

En los últimos veinticinco años el volumen de los flujos de inversiones en el extranjero de las corporaciones transnacionales se ha multiplicado por 32, el stock de inversión acumulada en el exterior casi por veinte (desde 800 mil millones de dólares a más de 15 billones), los activos de las filiales en el extranjero por 31 y el producto bruto generado por ellas por nueve. En el mismo periodo las ventas de dichas filiales se multiplicaron por once y sus exportaciones por más de ocho.

En ese periodo el número de empresas que constituyen grupos transnacionales se multiplicó por ocho (de 10.000 a 79.000) y sus filiales en el extranjero por nueve (de 90.000 a casi 800.000), mientras que el número de trabajadores empleados por éstas

se multiplicó por cuatro, (desde 21 millones a 82 millones de trabajadores. (cuadro n.º 1). En las siguientes secciones se analiza la evolución con mayor detalle.

## 2.1. Los flujos de inversión en el extranjero de las corporaciones transnacionales

### *Fases en el crecimiento de las corrientes de inversión corporativa transnacional*

Aunque el papel de las CT en la economía mundial puede ser analizado desde muy diversos aspectos, históricamente se ha prestado un especial interés a sus inversiones extranjeras directas, pues son la manifestación más visible de su expansión.

Cuadro n.º 1

### **Corporaciones transnacionales. Datos básicos. 1982-2007**

Establecimientos y empleados				
	1982	1990	2006	2007
Número de matrices	10.000	35.000	77.200	78.817
Número de filiales en el extranjero	90.000	147.000	774.000	794.894
Empleados en filiales extranjeras (millones)	21,5	25,1	70,0	81,6
Inversión, producción, ventas y exportaciones (miles de millones de dólares)				
	1982	1990	2006	2007
Flujos de entradas IED	58	207	1.411	1.833
Stock IED dentro del país	789	1.941	12.470	15.211
Total de activos de filiales en el extranjero	2.206	6.036	55.818	68.716
Producto bruto de filiales en el extranjero	676	1.501	5.049	6.029
Ventas de filiales en el extranjero	2.741	6.126	25.844	31.197
Exportaciones de filiales en el extranjero	688	1.523	4.950	5.714

Fuente: UNCTAD, 2008.

La crisis de 1972/73 dio paso a una reorganización mundial de las inversiones y a una liberalización creciente de la economía mundial, lo cual no sólo favoreció el aumento de las inversiones en el exterior de las CT, sino que también contribuyó decisivamente a configurar una cadena mundial de valor añadido, y consiguientemente una economía transnacional global. Esta nueva configuración productiva mundial, elemento característico esencial de lo que se ha denominado globalización, ha convertido a los grupos transnacionales en una institución de gran relevancia y agente central de la economía mundial. (Fonseca, 1993a y 1993b).

Aunque desde la citada crisis los flujos de capitales invertidos en el exterior por los grupos transnacionales han crecido de forma continua, hubo dos puntos de inflexión. El primero se produjo a mediados de los años ochenta y el segundo en 1997, cuando la tasa de crecimiento de las IED se aceleró de forma espectacular coincidiendo con el inicio de la crisis asiática en un contexto de fuerte liberalización comercial y financiera mundial.

En los años de salida de la crisis, entre 2003 y 2005, los flujos de capitales se redujeron a los niveles de la tendencia anterior a 1997, pero en 2006 se recuperaron hasta los valores de 2000 (1,4 billones). Ya en 2007, cuando comenzaba a manifestarse la crisis actual, las 79.000 empresas transnacionales y sus casi 800.000 filiales en el exterior, generaron flujos de IED por el valor record de 1,833 billones de dólares, que representa a un espectacular crecimiento del 30% respecto al año anterior<sup>6</sup> (gráfico n.º 1).

<sup>6</sup> Para dimensionarlo señalemos que equivale al 75% del producto interior bruto de toda África (Banco Mundial, 2008).

### ***Concentración por ingresos, geográfica e industrial de las inversiones extranjeras***

Desde 1970 las corporaciones de los países desarrollados han sido las responsables de casi el 90% de todas las IED, y en más de un 70% las han realizado en países desarrollados. Este porcentaje apenas se ha reducido en la última década, a pesar del fuerte aumento de las inversiones corporativas en China, (generan más del 50% de sus exportaciones), y otros países de Asia Oriental, debido a que las inversiones en los países desarrollados crecieron en proporción similar (gráfico n.º 2).

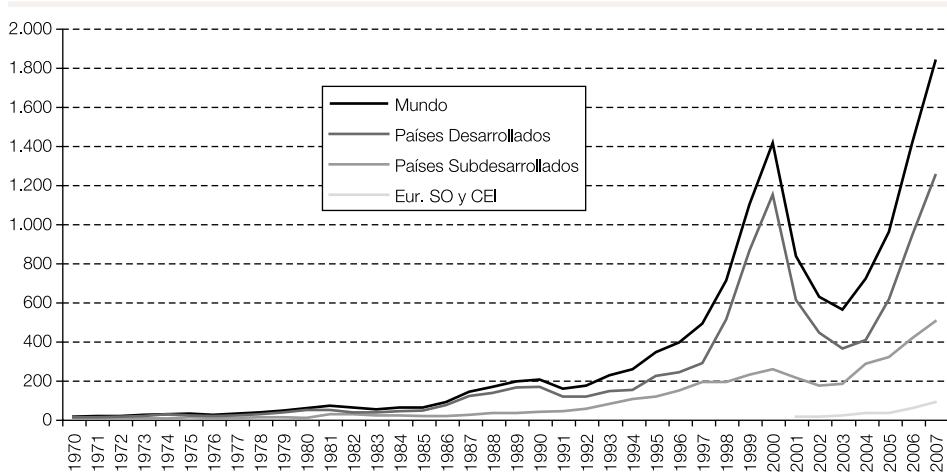
Además, tanto en el mundo industrializado, como en el no industrializado, las inversiones corporativas se concentraron en un reducido número de países. En 2007, cinco países desarrollados (Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Canadá y Países Bajos), recibieron dos tercios de las entradas de IED en los países industrializados y el 45% del total mundial, mientras que cuatro países (China, India, Brasil y Rusia, los denominados BRIC), concentraron la mitad de los 586 mil millones de dólares de inversiones extranjeras recibidas por el numeroso conjunto (146 estados) que conforman los países subdesarrollados y «en transición» desde economías planificadas a economías de mercado<sup>7</sup>. China recibió la cuarta parte y Rusia un 9% de las inversiones en el mundo no industrializado, (lo que contribuye a que sean el primer y tercer país con mayores reservas de divisas del mundo). Diez países de todo el mundo concentran

<sup>7</sup> En este agrupamiento, en el que la IED en 2007 creció 50% respecto a 2006, se incluyen Rusia, los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) que formaban la antigua Unión Soviética y los que la ONU denomina países de «Europa Sur Oriental», 5 pequeños países del este no integrados en la Unión Europea. (Albania, Bosnia, Croacia, Serbia y Macedonia).

Gráfico n.º 1

**IED flujos de entrada. 1970-2007**

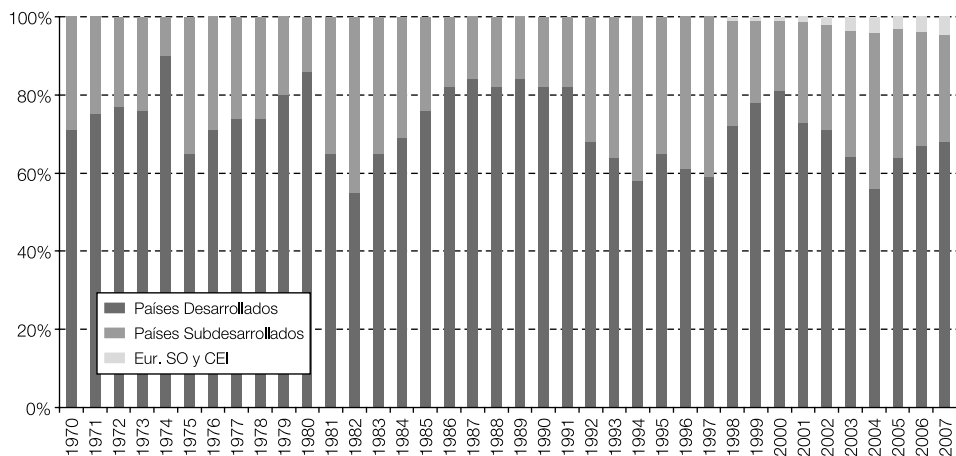
(Miles de millones de dólares)



Fuente: cuadro n.º 1 del Anexo.

Gráfico n.º 2

**IED flujos de entrada. Distribución mundial según grado de desarrollo. 1970-2007**



Fuente: cuadro n.º 2 del Anexo.

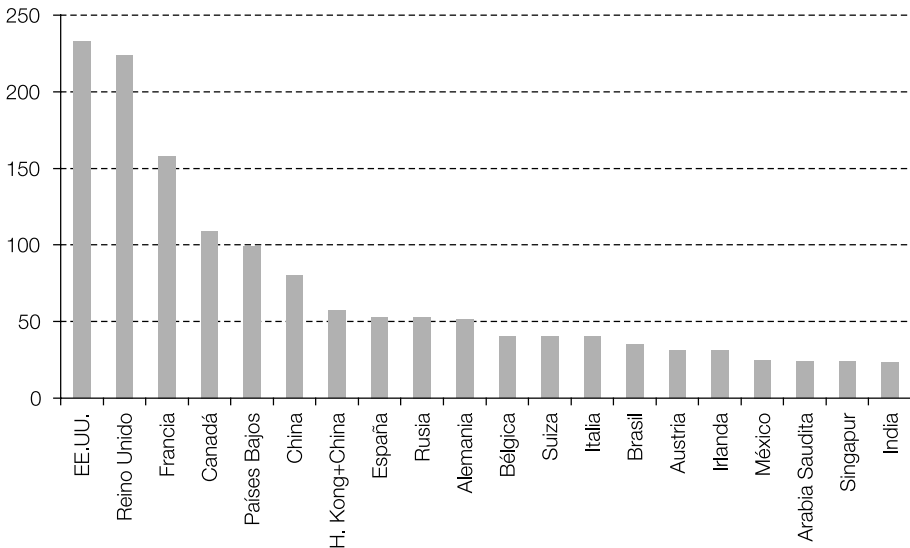
el 52% del total de la IED y los 20 principales el 78% (gráfico n.º 3).

Los datos muestran que la inversión en el exterior de las ET se distribuye con gran asimetría en relación con el reparto de la población mundial, siendo Europa desarrollada y África y Asia subdesarrollada los casos extremos entre regiones, (gráficos n.º 4 y 5. Cuadro n.º 3 del Anexo), poniendo en entredicho el verdadero alcance de la globalización de las inversiones.

En cuanto al origen nacional de las corporaciones transnacionales inversoras, también se observa una fuerte concentración. En 2007 los capitales invertidos en el extranjero provenían de grupos que en un 85% tenían sus matrices en países industrializados. Este

porcentaje se ha mantenido estable en los últimos cinco años, pero está por debajo del 90% del periodo 1995-2003, en el que se produjo la última crisis financiera mundial, que propició un fuerte aumento de fusiones y adquisiciones transfronterizas, que elevaron la IED. Las CT de Europa y EE.UU. realizaron el 90% de la IED de los países desarrollados y el 76% de la de todo el mundo. Las empresas de los cinco países mayores inversores en 2007 (Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania y España), realizaron el 65% de las inversiones de todos los países desarrollados y el 55% de las de todo el mundo. En los últimos 4 años las corporaciones de países no industrializados, han aumentado su participación en el total de las exportaciones de capital, una media del 14% en los últimos

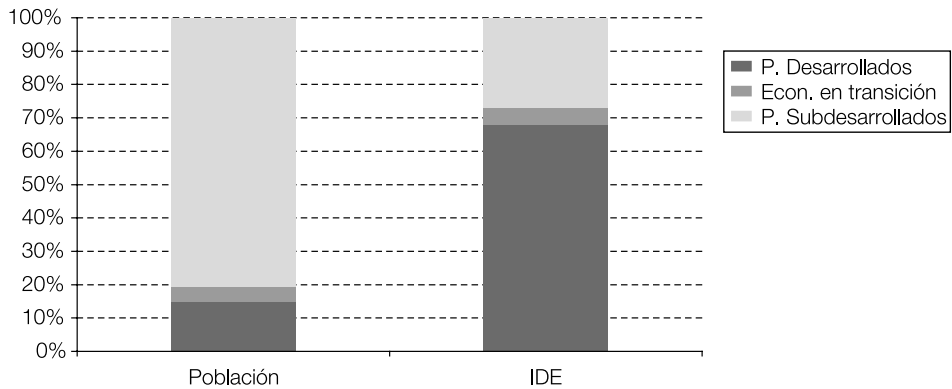
Gráfico n.º 3  
**Mayores receptores de IED 2007**  
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: cuadro n.º 3 del Anexo.

Gráfico n.º 4

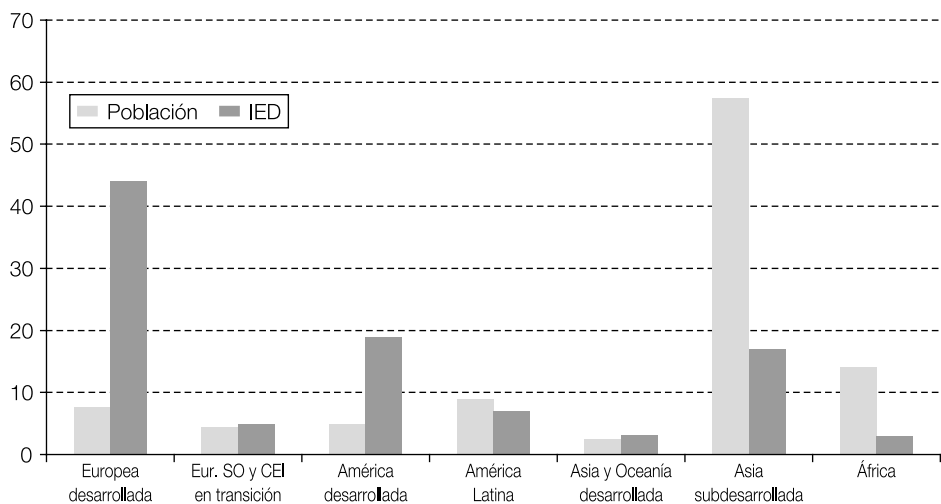
**Población e IED mundiales. Distribución entre países desarrollados, subdesarrollados y en transición. 2007**



Fuente: cuadro n.º 3 del Anexo.

Gráfico n.º 5

**Población e IED mundiales. Distribución por regiones y niveles de desarrollo. 2007**



Fuente: cuadro n.º 3 del Anexo.

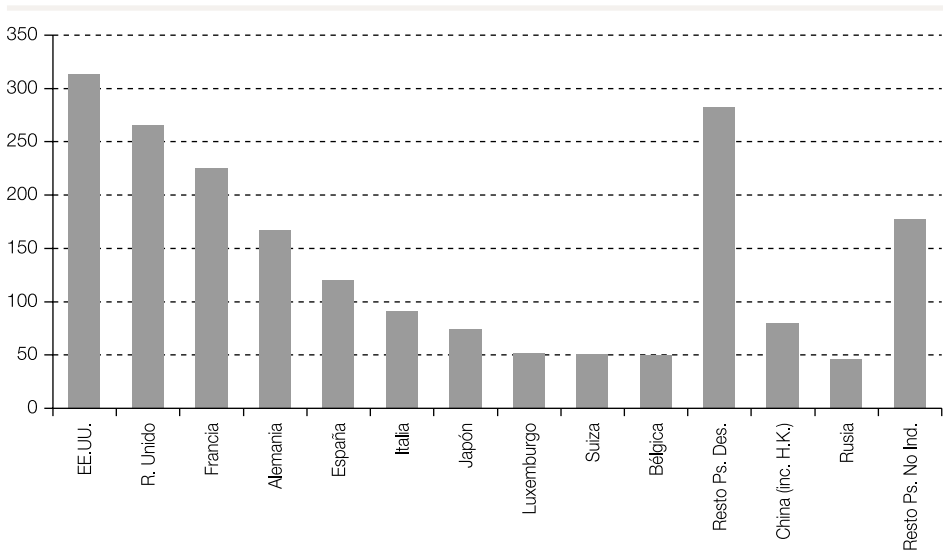
4 años, (cinco puntos por encima de la década precedente), y 15,2% en 2007. Pero también fue realizada por empresas de unos pocos países: las corporaciones de China (incluyendo a Hong Kong), 25%, Rusia, 17%, y las domiciliadas en el paraíso fiscal de británico de las Islas Vírgenes, explican el 50% de IED realizada por CT de países no industrializados (gráfico n.º 6).

También en cuanto a la orientación sectorial e industrial de los flujos de inversiones corporativas se observa una concentración de la mayor parte del valor en un reducido número de actividades: en 2007 las empresas transnacionales invirtieron más del 50% del total de la IED mundial en el sector servicios, el doble que en las manufacturas (en 1989-91 la diferencia era sólo del 50%).

Las mayores inversiones las realizaron en finanzas y en servicios empresariales, en las que colocaron el 60% de los capitales invertidos en todos los servicios.

Las inversiones en servicios empresariales son las que han tenido un crecimiento más espectacular desde 1989. En las manufacturas las mayores inversiones de las empresas transnacionales, igual que hace 20 años, se hicieron en la industria química, seguida de las industrias alimentaria, de maquinaria y equipo y metalúrgica. En el sector primario las inversiones corporativas suman un 30% más que en las cuatro industrias señaladas en conjunto. Esta distribución muestra una orientación industrial de la IED muy concentrada en industrias asociadas al viejo patrón tecnológico del siglo XX (gráfico n.º 7).

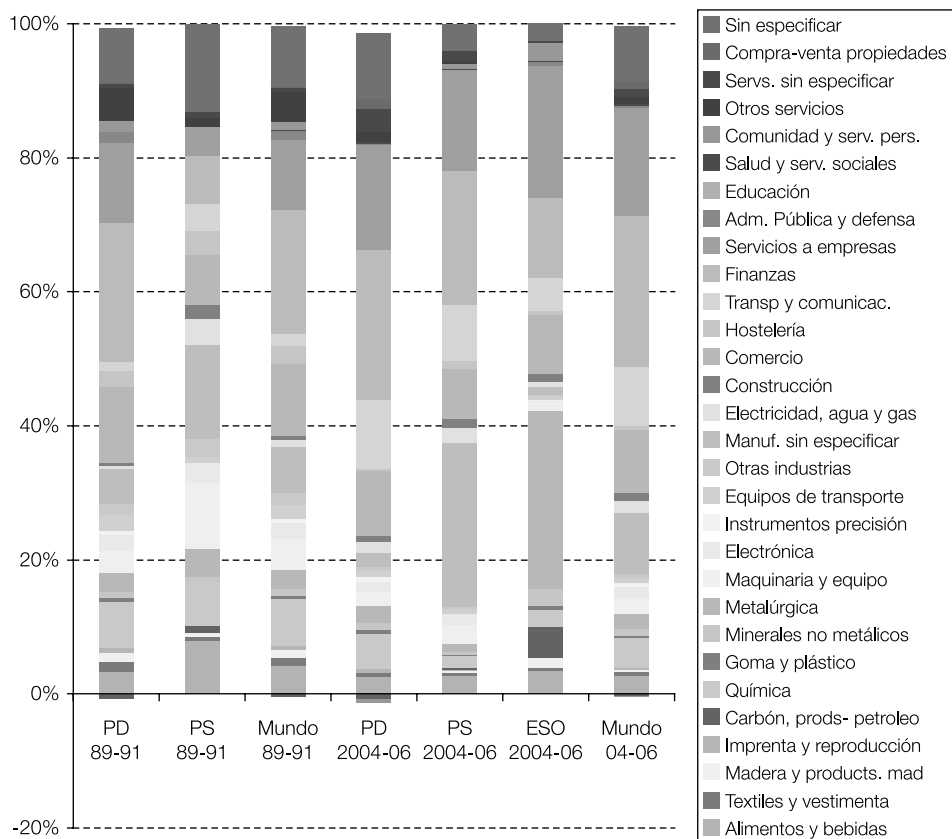
Gráfico n.º 6  
**IED de CT por principales países. 2007**  
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: cuadro n.º 4 del Anexo.

Gráfico n.º 7

**IED flujos de todas las CT por industrias. 1989-2006**



PD: Países desarrollados; PS: Países subdesarrollados; ESO: Europa S. Oriental y CEI.

Fuente: cuadro n.º 5 del Anexo.

En síntesis, las inversiones corporativas se concentran en un reducido grupo de países desarrollados y en otros pocos de gran tamaño económico y alto crecimiento, que con menos del 10% de la población mundial reciben el 60% de las inversiones, y en este mismo porcentaje se concentran sectorialmente en tres servicios (finanzas, servicios a empresas y comercio) y en la minería, lo que pone de manifiesto que las mismas

no contribuyen a reducir las divergencias en niveles de desarrollo, sino a acentuarlas.

***Megafusiones y absorciones transfronterizas sostenidas por altos beneficios, como parte esencial de la IED de las corporaciones transnacionales***

Un rasgo importante de la aceleración de las inversiones directas de las empresas



transnacionales, es que las realizan de forma creciente a través de fusiones y adquisiciones transfronterizas (FAT), y que, al menos desde que se tiene registro en 1987, son la forma dominante de las IED de las corporaciones, muy por encima de las inversiones en nuevas plantas.

Estas operaciones, que en lo esencial suponen la transferencia de la propiedad sobre los activos y la centralización de capitales, se hicieron importantes en los años ochenta y estuvieron asociadas al proceso de reorganización mundial de las inversiones y a las privatizaciones de empresas públicas en muchos países desarrollados y subdesarrollados. Resultan coherentes con el señalado proceso de reorganización mundial de los capitales, favoreciendo la salida desde unos países y la recolocación en otros. En América Latina las salidas se dieron particularmente en las manufacturas y las nuevas entradas en los servicios y los recursos naturales, mientras que en Asia Oriental, deficitaria en recursos naturales, se ha dado esencialmente una creciente entrada en manufacturas y servicios (Fonseca, 1994), hasta los últimos años.

Las FAT alcanzaron su auge en la considerada «primera crisis global», cuando la devaluación monetaria en Tailandia en 1997, marcó el inicio de la ruptura de la burbuja financiera basada en la especulación sobre el valor de las acciones de las empresas relacionadas con las nuevas tecnologías de la información y la comunicación. La crisis se extendió primero por Asia y luego al resto del mundo, afectando particularmente a Rusia, Brasil y Argentina, país éste que después de cuatro años de recesión a finales de 2001 vivió una implosión financiera que arrasó su sistema monetario y su economía. (Fonseca, 2002).

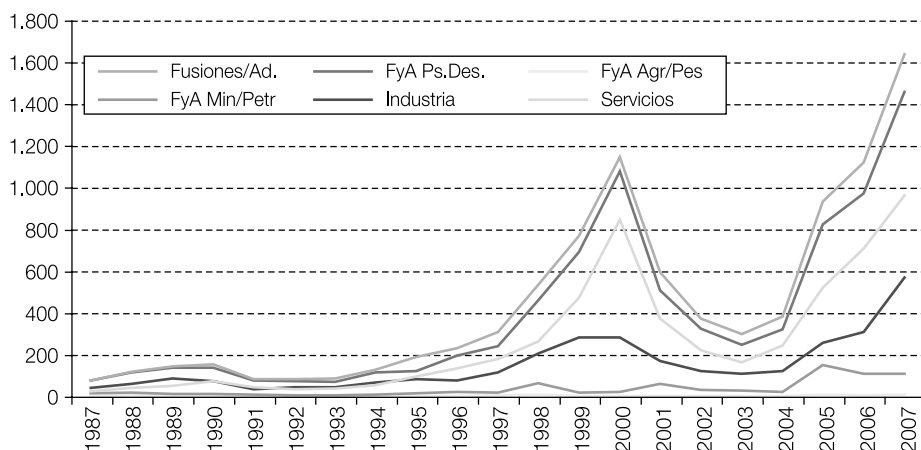
Desde esos años, las fusiones y adquisiciones, contribuyeron de forma decisiva a incrementar el volumen de inversiones en el exterior de las corporaciones transnacionales, y particularmente explican los valores record de ésta. Dichas operaciones pasaron de suponer menos del 60% de la IED entre 1991-1996 a más del 70% entre 1997-2001, llegando al 81% en 2000, año en que consiguieron un valor record. En los últimos tres años han representado el 88% de todas las IED (el 89% en 2007, cuando alcanzaron los 1,6 billones de dólares), (cuadro n.º 6 del Anexo, gráfico n.º 8), por lo que su orientación determina la orientación global de la IED.

La aparente paradoja de que mientras la crisis de 1997-2002 devastaba algunas economías, las FAT mundiales alcanzaban registros máximos, se explica en buena medida porque en las crisis los capitales más rentables aprovechan para comprar a empresas desvalorizadas pero con cuota de mercado, y también debido a que en esos años se dio un auge de las privatizaciones, tanto en países desarrollados como en subdesarrollados, particularmente en América Latina, en donde proliferaron operaciones financiadas mediante el intercambio de acciones. En consecuencia, esos años, de máximos históricos en operaciones de privatización en América Latina (gráfico n.º 9) son también de máximos de su cuota (y la de los países subdesarrollados en conjunto) de captación de inversión extranjera directa mundial, (gráfico n.º 2, de páginas anteriores).

No obstante lo anterior, en todos los años se mantuvo la fuerte concentración de las FAT y (dado su extraordinario peso en el total de las IED) también de las inversiones totales, en las corporaciones transnacionales de las economías industrializadas, que

Gráfico n.º 8

**Fusiones y adquisiciones. Total y países desarrollados**  
**Distribución sectorial. 1987-2007**  
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: cuadro n.º 6 del Anexo.

realizaron el 89% de las operaciones mundiales de fusión y adquisición de empresas en 2007, y en la serie de veintiún años, excepto en dos, siempre más del 82%. Sin embargo, a pesar de la pérdida de peso relativo de las empresas transnacionales de países subdesarrollados en el total de fusiones y adquisiciones mundiales, en valor absoluto las operaciones en estos países experimentaron también un fuerte aumento. En los últimos años empresas de algunos países subdesarrollados, Brasil y China particularmente, han hecho importantes adquisiciones en países subdesarrollados (también algunas en los desarrollados), en diversos sectores y regiones, pero mayoritariamente en las subdesarrolladas. (UNCTAD, 2008).

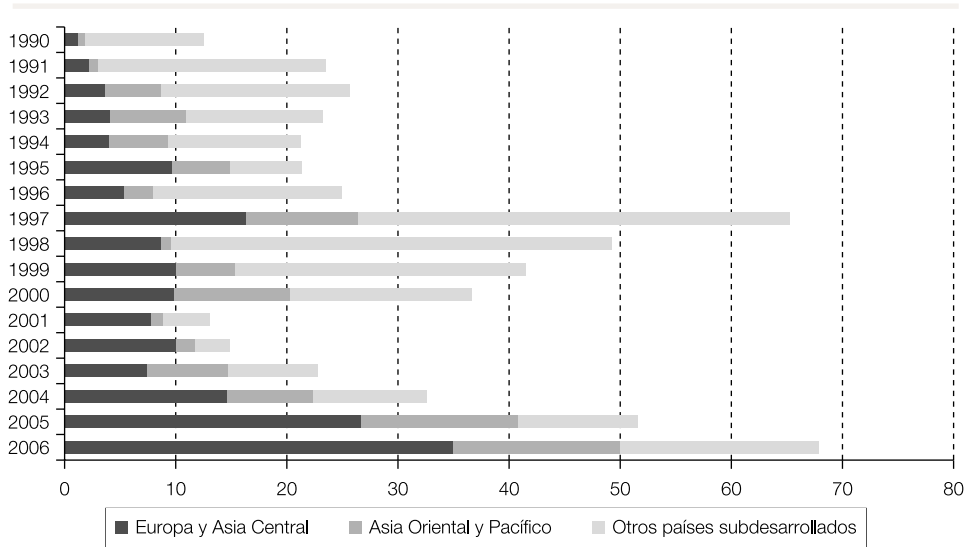
El crecimiento de las fusiones y adquisiciones ha sido tanto en valor global como

por operación, particularmente en las operaciones por más de 1.000 millones de dólares (megafusiones), lo que acentúa la tendencia a maximizar el grado de centralización de los capitales, tendiendo a reducir la competencia efectiva en los principales mercados globales, ya que las nuevas empresas cuentan con una dimensión muy elevada que le otorga un gran poder de mercado. En 2006 se realizaron 215 de estas operaciones (de un total de 9.075), que a pesar de representar sólo el 2,4% de las operaciones mundiales, concentraron casi el 64% del valor total negociado, que se financió parte al contado y parte con endeudamiento. En 2007 se realizaron 300 megafusiones (3% del total de 10.145) por un valor de 1.161 mil millones de dólares que representan el 71% del total de FAT. (UNCTAD, 2008).

Gráfico n.º 9

**Valor de las privatizaciones en países subdesarrollados. 1990-2006**

(Miles de millones de dólares)



Nota: En 2006 no se incluyen las privatizaciones bancarias en China.

Fuente: Banco Mundial. Base de datos sobre privatizaciones. Cuadro n.º 7 del Anexo.

### Los beneficios financian un porcentaje creciente de FAT

Las FAT han estado fuertemente influidas por el aumento del valor de las acciones y el fuerte incremento de los beneficios de las empresas en todo el mundo, pero particularmente en los países subdesarrollados. El volumen de beneficios del conjunto de las transnacionales, se ha multiplicado por tres en la última década, elevando el margen operativo de beneficios<sup>8</sup> de las corporaciones más grandes desde menos del 5% en 1997 hasta más del 7% en 2007. En varias

<sup>8</sup> Medido como beneficio neto antes de intereses e impuestos sobre ventas totales («return on sales», ROS, en inglés).

industrias este ratio es superior al 10%: en telecomunicaciones y alimentos el 13%, en farmacéutica el 16% y el más bajo, 4,4%, en la industria automotriz. (UNCTAD, 2008).

Esto ha permitido que la reinversión de beneficios en 2006 y 2007 representara un 30% de las entradas de IED mundial y un 50% en los países subdesarrollados. En toda la última década, en torno a un tercio de los nuevos flujos de IED son realizados mediante la reinversión de las ganancias generadas por la inversión de los años anteriores, (UNCTAD, 2008) en línea con la tendencia a largo plazo. (Fonseca, 1994). En consecuencia, esta parte de la IED, no ha supuesto una salida real de capitales desde las matrices corporativas,

sino que se trata de reinversión del ahorro generado en los países receptores (que llega al 50% en los países subdesarrollados) que luego se ha reinvertido también en países distintos al de las corporaciones transnacionales. A esto se añade que, de acuerdo a los datos de UNCTAD, buena parte de lo que se refleja como «entradas» de IED se trata de intercambio de acciones entre empresas o compromisos de aportaciones futuras que se realizan con nuevas reinversiones de beneficios locales y desembolsos realizados con préstamos locales.

Resulta significativo observar la evolución fuertemente correlacionada entre el valor de las rentas obtenidas por las IED de las corporaciones transnacionales y el valor de las FAT, que muestra que éstas han podido financiarse crecientemente y en algún año con creces con las ganancias obtenidas (gráfico n.º 10).

Aunque el bajo coste de capital de estos años fue un incentivo importante para las FAT (Santiso, 2008), ya que facilitaba las compras financieramente apalancadas, el fuerte crecimiento de éstas también se debió a la intensa puja por el control de los mercados mundiales por parte de las grandes corporaciones. Esta disputa provocó una revalorización de las acciones por encima del valor efectivamente esperado de beneficios futuros, especialmente en los sectores de servicios, contribuyendo a generar una nueva burbuja bursátil en los últimos años, que combinada con la burbuja *inmobiliaria*, están en la base de la gran crisis financiera de 2008<sup>9</sup>. La grave situación en 2008 de corpo-

raciones como el grupo financiero belga-holandés Fortis y el Royal Scotland Bank, protagonistas junto al Banco Santander de la máxima adquisición bancaria de la historia en 2007<sup>10</sup>, fundamenta estos argumentos.

El balance de la evolución de la expansión de las empresas transnacionales, muestra que sus inversiones extranjeras se concentran en FAT y particularmente en megafusiones, de modo que un reducido número de ellas (300 operaciones de valor superior a mil millones de dólares, 3% del total), concentran el 71% de las FAT y el 63% de la IED, que a su vez se concentran en un reducido número de países.

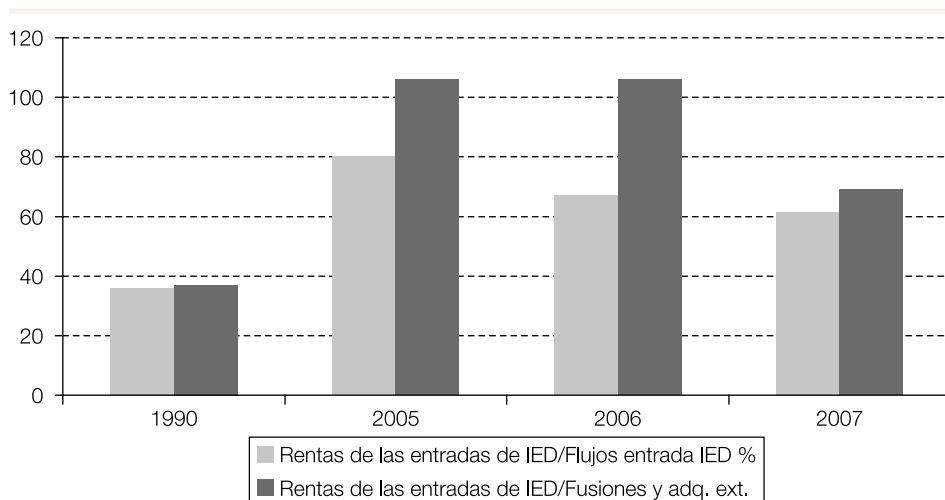
La aportación neta real de recursos de la IED a largo plazo, puede incluso ser fuertemente negativa, pues un tercio de las FAT totales (la mitad en los países subdesarrollados) se realiza con los mismos beneficios generados en los países donde están las filiales, y otro alto porcentaje de la IED se realiza mediante intercambio de acciones y endeudamiento local por lo que la posterior repatriación de beneficios y pagos de royalties generan un saldo de divisas negativo en el medio o largo plazo. El dato que las rentas de la IED, en algunos años, desde 1990 fueron mayores que el valor de todas las FAT indica que las adquisiciones transfronterizas de empresas, globalmente, son financiadas en gran parte o en su totalidad con beneficios generados en los países receptores. En síntesis, los datos indican que la aportación de recursos de las inversiones corporativas transnacionales implican una

<sup>9</sup> Esta «burbuja» fue alimentada por una estrategia bancaria de créditos hipotecarios con exigencias rebajadas (*subprime*), que a través del mercado secundario financiaban inversiones especulativas, generando un círculo artificialmente virtuoso de valorización financiera apalancada. Esta estrategia se explica por la dificultad de los bancos de incrementar el negocio crediticio en un contexto de creciente concentración del ingreso,

que en las últimas décadas redujo la capacidad de compra de los asalariados.

<sup>10</sup> Adquirieron ABN-AMRO Holding NV por 98.000 millones de dólares. Un año después la capitalización bursátil de Fortis y Royal habían caído más del 70% respecto a un año antes y debieron ser recatados por sus estados y desprenderse de la participación de ABN adquirida.

Gráfico n.º 10

**Evolución de la relación rentas IED/valor flujos y fusiones. 1990-2007**

Fuente: cuadro n.º 8 del Anexo.

aportación inicial de recursos efectivos menor al nominal y en el largo plazo una salida neta de capitales con el consiguiente impacto negativo en el desarrollo local.

### 3. TENDENCIAS A MEDIO Y LARGO PLAZO EN LAS ESTRATEGIAS REGIONALES Y SECTORIALES DE ACUMULACIÓN DE INVERSIONES Y FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS DE LAS CORPORACIONES TRANSNACIONALES

Para deducir cuáles han sido las estrategias inversoras a largo plazo en el extranjero aplicadas por las empresas transnacionales, es necesario observar la evolución del *stock* acumulado de las mismas. Este

*stock*, como consecuencia del intenso ritmo de los flujos de inversión de las CT, ha experimentado también un aumento acelerado, y explica asimismo las estrategias reveladas en las decisiones de realizar fusiones y adquisiciones transfronterizas (FAT).

#### 3.1. El *stock* acumulado de inversión corporativa transnacional

En 2007 las casi 800.000 filiales extranjeras de las 79 empresas transnacionales, alcanzaron los 15 billones de dólares de inversiones acumuladas en el exterior (en 1990 no llegaban a dos billones de dólares). (UNCTAD, 2008, Anexo).

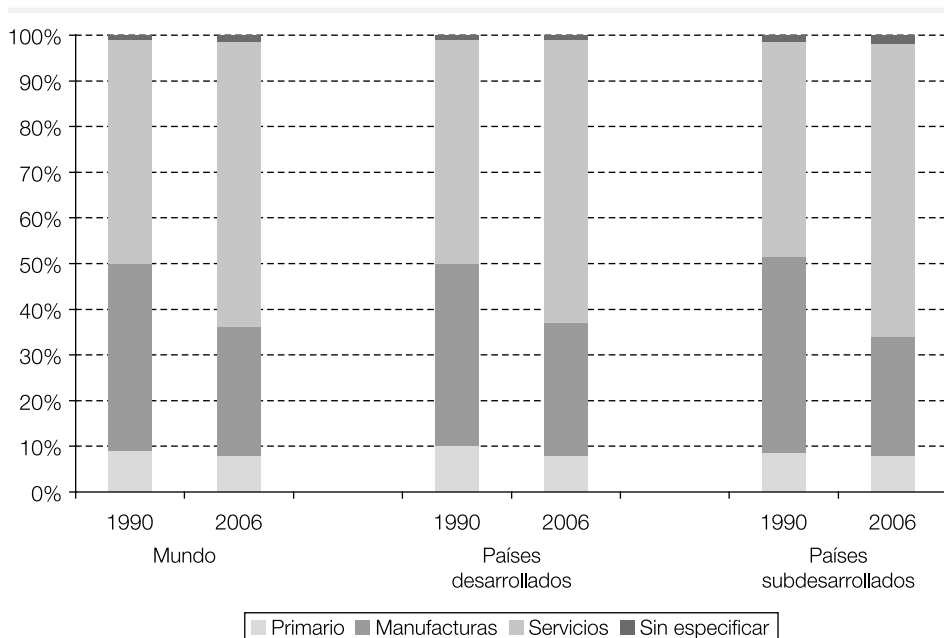
Por otra parte se verifica una tendencia a la terciarización de las inversiones de las ET, a largo plazo, en línea con el mismo proceso

en la economía, ya que el *stock* acumulado de inversiones realizadas por ellas ha crecido relativamente más en servicios que en manufacturas, tanto para el mundo en su conjunto, como para países desarrollados y subdesarrollados, considerados por separado. Sin embargo al analizar los datos de las distintas regiones subdesarrolladas, se observa que las inversiones corporativas en Asia Oriental y Sur Oriental (AO y SO) se destinaron crecientemente a las manufacturas. Las inversiones realizadas en América Latina se orientaron relativamente cada vez menos a la industria y se concentraron de forma creciente en los servicios, lo que resulta coherente con la creciente especializa-

ción exportadora de manufacturas de AO y SO, por una parte, y el retorno de las economías latinoamericanas en los años noventa a una especialización internacional basada en productos intensivos en recursos naturales. (Fonseca, 1994) (gráficos n.º 11 y 12).

La crisis iniciada en 1997 en Asia Oriental, al poner de manifiesto el gradual agotamiento del modelo de consumo, financiación y producción internacional que caracteriza la globalización neoliberal, propició ajustes en las políticas de los países asiáticos y latinoamericanos. Además, el aumento de la demanda de alimentos y materias primas, combinados con el fin de

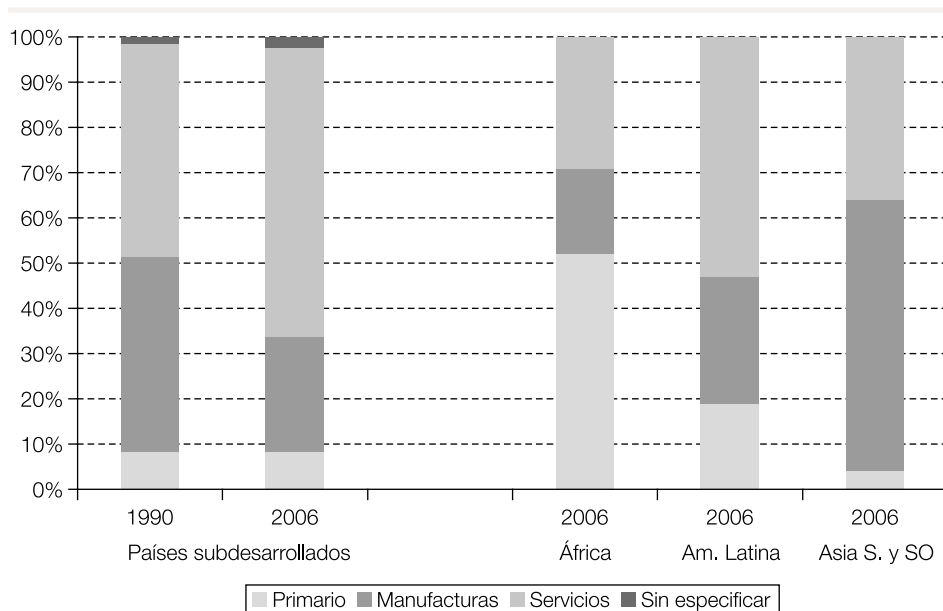
Gráfico n.º 11  
**Orientación sectorial *stock* IED.**  
**Países desarrollados y subdesarrollados. 1990 y 2006**



Fuente: cuadro n.º 9 del Anexo.

Gráfico n.º 12

### Orientación sectorial y regional del stock de entradas IED en países subdesarrollados. 1990 y 2006



Fuente: cuadro n.º 9 del Anexo.

la burbuja bursátil de los noventa, desplazó cuantiosas inversiones hacia los títulos derivados de *commodities* elevando el atractivo de las inversiones en recursos naturales o producción de manufacturas intensivos en ellos. La combinación de estos factores ha modificado moderadamente la estrategia inversora reciente de las corporaciones transnacionales.

Los datos de los últimos años muestran que las estrategias inversoras de las corporaciones transnacionales, además de acentuar su orientación hacia servicios basados principalmente en infraestructuras, presentan algunas diferencias regionales y sectoriales.

### 3.2. Las estrategias en las fusiones y adquisiciones transfronterizas de empresas

Del análisis de las FAT, que determinan la orientación global de las IED, (representan el 88% del total de IED en los últimos tres años y el 80% en la última década), y que en los tres sectores económicos son realizadas en más del 90% por CT de países desarrollados, (cuadro n.º 6 del Anexo), puede deducirse la estrategia dominante en las decisiones recientes de inversión exterior de las empresas transnacionales.

Desde el punto de vista del destino sectorial de las inversiones de las CT en FAT se

pueden distinguir dos periodos dentro de las dos décadas para las que se tiene registro: entre 1987 y 1994 más del 50% del valor de las fusiones y adquisiciones, fueron al sector industrial y a la construcción, pero a partir de 1995 los servicios, y sus infraestructuras asociadas, se convirtieron en el destino preferido para los grupos transnacionales, concentrando más del 60% del total (74% en 2000 y 60% en los tres últimos años) (gráfico n.º 8, cuadro n.º 6 del Anexo).

Aunque estas pautas de inversión se mantienen, en los últimos años en las regiones donde el mercado es desarrollado y de renta alta e industrialmente maduro (países avanzados) o relativamente desarrollado, de renta media y relativamente maduro industrialmente (América Latina y Asia Oriental y Sur Oriental), la estrategia inversora revelada de las corporaciones muestra una orientación que combina inversiones en los tres sectores, en proporciones que se corresponden con el grado de industrialización relativa medida por el valor añadido manufacturero per cápita y la participación en el producto manufacturero mundial (gráfico n.º 13)

Las decisiones corporativas de adquisición de empresas en los países desarrollados reflejan estrategias orientadas al mercado y al control de recursos naturales, a la vez que, por su despliegue, sugieren la existencia de estrategias de configuración de sistemas globales integrados de abastecimiento, producción, financiación y consumo. Las FAT de los últimos tres años en estos países se concentraron, por este orden, en servicios empresariales, finanzas, minas y petróleo, servicios de electricidad y gas, industria química.

En Asia Oriental y Sur Oriental los servicios financieros, de transporte y comunicaciones y servicios empresariales concentraron el 90% del valor de las FAT del sector

terciario, mientras que en las manufacturas las adquisiciones de industrias alimentarias, electrónicas, metálicas, maquinaria y química representaron el 80% del secundario. En el sector primario crecen las inversiones en minería y también en agricultura. Dado el alto grado de orientación exportadora de las filiales extranjeras en China, Malasia y otros países del área en todas estas industrias (globalmente participan en el 50% de las exportaciones y en algunas industrias como electrónica y metálicas aportan más de dos tercios, UNCTAD, 2002), se deduce que en las decisiones corporativas concurren estrategias de eficiencia para acceder a terceros mercados con otras estrategias orientadas al mercado local en expansión o de control y aprovechamiento de activos estratégicos.

En América Latina las compras de empresas se realizaron en servicios financieros (22%), industrias alimentarias y metálicas, servicios a empresas, transporte y comunicaciones, comercio y minería concentrando en torno al 60% de las operaciones, que en su mayoría revelan una estrategia de aprovechamiento de posiciones de mercado, aunque algunas como en México (industrias metálicas), país en el que las filiales extranjeras explican más del 50% de las exportaciones, son debido a la búsqueda de bajos costes salariales como ventaja de acceso a terceros mercados. A pesar de la dificultad de identificar una estrategia relacionada con la configuración de sistemas globales integrados de producción, algunas operaciones presentan indicios significativos de estar relacionados con ella. (CEPAL, 2008 y UNCTAD, 2008)

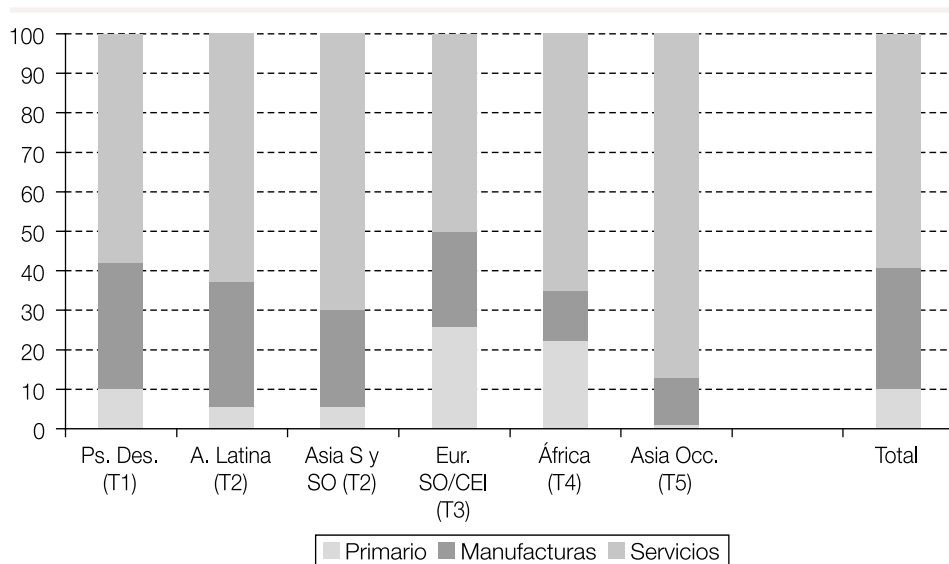
En los mercados en desarrollo de Europa Sur Oriental y la Comunidad de Estados Independientes, con fuerte dotación de recursos naturales y en África, con mercado subdesarrollado y abundantes recursos naturales, la orientación de las fusiones y ad-



Gráfico n.º 13

**IED en FAT. Orientación sectorial por regiones. 2005-2007**

(en %)



Fuente: cuadro n.º 10 del Anexo.

quisiciones de las CT prioriza la estrategia de búsqueda de recursos naturales (especialmente de Rusia), la actividad financiera y la inversión en servicios de agua, gas y electricidad. En el mercado subdesarrollado de Asia Occidental, donde en muchos casos los abundantísimos recursos naturales no están abiertos a la inversión privada, pero sí a actividades relacionadas, la estrategia dominante es la de aprovechamiento de activos estratégicos y acceso a recursos naturales, orientándose hacia servicios financieros, transporte y comunicaciones, minería y petróleo, industria de productos minerales y química. (Gráfico n.º 14).

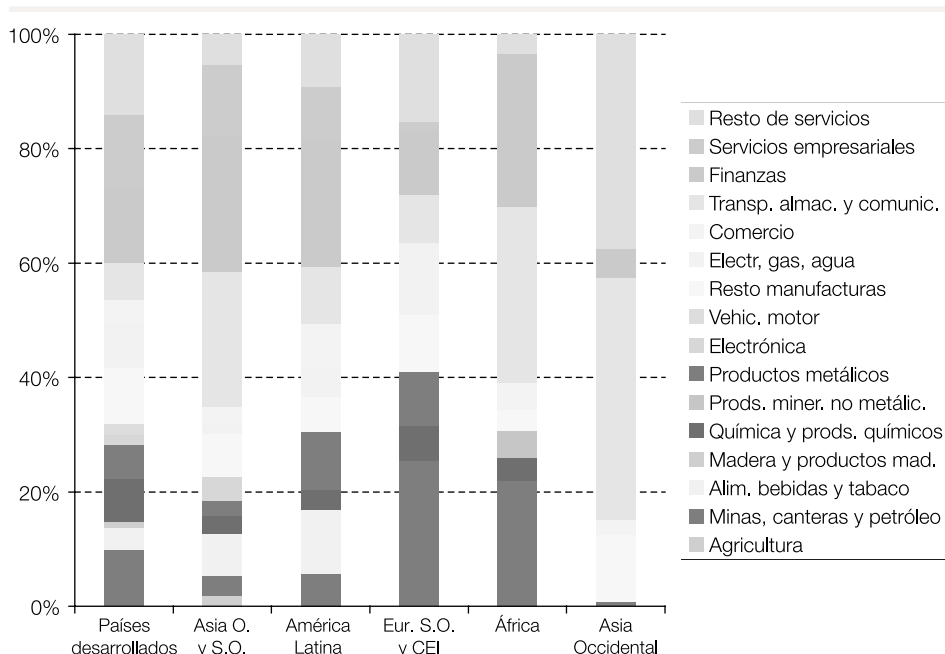
Un análisis de los factores asociados a las características de los mercados de las distintas regiones, permite establecer una

relación entre el perfil económico de las regiones y las estrategias de inversión extranjera de las CT. Este análisis revela una orientación que responde a un patrón asociado a un cierto perfil de las economías de las distintas regiones, que combina el tamaño y el grado de desarrollo del mercado, poder adquisitivo, dotación de recursos naturales y madurez industrial. (Cuadro n.º 2).

Como se observa en el cuadro n.º 2, en los países industrializados, de mercados desarrollados de gran tamaño y con recursos naturales, las estrategias corporativas buscan crear sistemas integrados globales, mientras que en Asia Oriental y Sur Oriental, de mercados relativamente desarrollados, con escasez de recursos naturales pero fuertes excedentes de mano de obra, la estrategia predomi-

Gráfico n.º 14

**Orientación sectorial por regiones de la IED en FAT. 2005-2007**



Fuente: cuadro n.º 11 del Anexo.

nante es la de búsqueda de ventajas para acceder a terceros mercados (orientada a la exportación) y en segundo lugar orientada a ese mercado. En América Latina, con mercados relativamente desarrollados y abundancia de recursos naturales, predomina la orientación al mercado, la búsqueda de recursos, el aprovechamiento de activos estratégicos e inversión en servicios con grandes infraestructuras. En Europa Oriental y en África, con mercados en desarrollo y recursos naturales, las inversiones se orientan preferentemente a éstos, por delante de las infraestructuras y la búsqueda de mercados, mientras que en Asia Sur Occidental, de mercados subdesarrollados, la prioridad es el control de activos estratégicos.

Una consecuencia adicional de las estrategias corporativas basadas esencialmente en fusiones y adquisiciones, es que la intensa acumulación de *stock* de las inversiones de las empresas transnacionales en el exterior, no ha contribuido, al menos proporcionalmente, al aumento de la formación bruta de capital (FBCF) en los países huéspedes, ya que, dicho *stock* ha crecido a un ritmo mucho mayor que la FBCF, pasando de una proporción del 28% de ella en 1982, a más del 120%, mientras que en relación al producto bruto mundial, en el mismo periodo, el *stock* de IED pasó del 6,5% al 28 % (gráfico n.º 15).

A largo plazo, esto incluso limita la expansión global de las propias transnacionales, ya

Cuadro n.º 2

### Características de los mercados regionales y estrategias de inversión de las corporaciones transnacionales

Región	Tamaño de mercado	Grado de industrialización		Poder adquisitivo renta per cápita (Rpc)		Recursos naturales	Mano de obra	Síntesis perfil económico*	Estrategia CT**
	% PIB mundial	% PIB industrial mundial	PIBpc industrial miles u\$s	miles de u\$s	Rpc reg/ Rpc. media mundial	Dotación	Excedente/ coste	Tipo mercado/ especialización exportadora	Por orden Importancia
Países desarrollados	51	71,5	4.700	32	315%	Alta	Bajo/ Alto	MGD Diversificada	SIGAPFC
Asia O. y SO Excl. Japón	30	15	570	7	65%	Baja	Alto/ Bajo	MGRD Manufactura	3 <sup>os</sup> merc. M, AE
América Latina	6	5	670	9	85%	Alta	Alto/ Medio	MMRD RN	M, AE, RN, SI
Eur. S.O. y CEI	6	4	620	10	101%	Alta	Alto/ Medio	MMED RN	RN, SI, M
África	4	3	270	3	27%	Alta	Alto/ Bajo	MRSD RN	RN, SI, M
Asia Occidental	3	1,5	350	9	85%	Estatal	Alto/ Medio	MRSD RNE	AE, RN, M

**\*Síntesis perfil economía, claves:**

MGD: mercados grandes desarrollados; MGRD: mercados grandes relativamente desarrollados; MMRD: mercados medianos relativamente desarrollados; MMED: mercados medianos en desarrollo; MRSD: mercados reducidos y estructuralmente subdesarrollados; RN: recursos naturales privados; RNE: recursos naturales estatales; MO: mano de obra abundante y de bajo coste.

**\*\*Estrategia CT, claves:**

SGIAPFC: Sistema global integrado de abastecimiento, producción, financiación y consumo; 3<sup>os</sup> merc: búsqueda ventajas/eficiencia para acceso a terceros mercados; M: orientado mercado nacional/regional; AE: búsqueda activos específicos; RN: búsqueda recursos naturales; SI: orientado servicios intensivos en infraestructura.

Nota: Todos los datos se refieren a 2007, excepto el grado de industrialización referidos a 2002.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco Mundial, 2008, UNIDO, 2005 y UNCTAD, 2008.

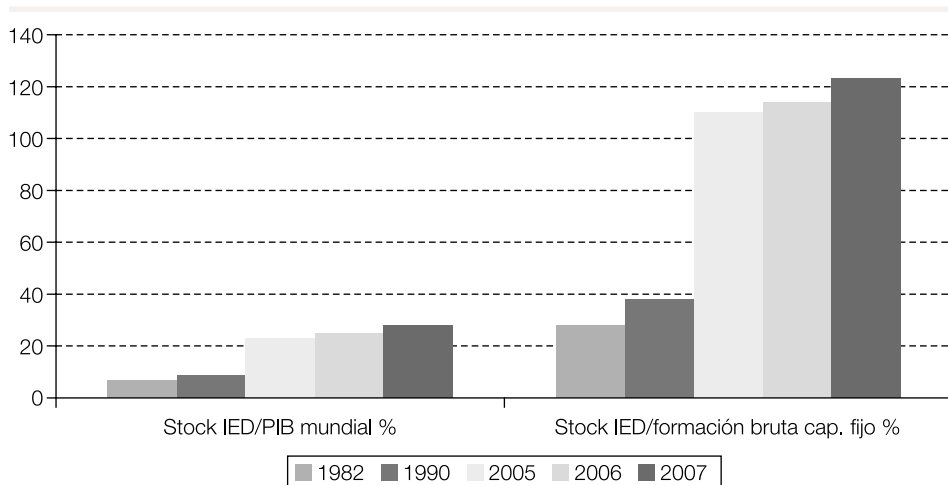
que al basar su extensión en la compra de empresas preexistentes y no en la creación de nuevas plantas, no contribuyen a expandir la base productiva y consecuentemente de los mercados y el producto mundial global, por lo que no reciben los beneficios derivados de estos procesos que sí se dieron en el periodo previo a las reformas iniciadas en los setenta.

En resumen, los datos reflejan diferencias entre la tendencia a largo plazo y la orientación en los últimos años: hasta 1994 prevaleció la estrategia de FAT en la industria y la

construcción, y desde 1995 son mayoría en los servicios e infraestructura. En el periodo más reciente en la estrategia revelada, aunque en general prevalece la orientada a las infraestructuras del sector servicios, muestra una orientación en función del perfil económico de las regiones. Para las desarrolladas, de salarios y rentas altos, privilegia la estrategia orientada a la búsqueda de acceso al mercado (nacional o regional ampliado), vinculada a niveles de renta elevados que garanticen una demanda solvente, en el

Gráfico n.º 15

**Evolución stock de IED respecto al PIB y la FBCF mundiales**



Fuente: cuadro n.º 8 del Anexo.

marco de sistemas globales integrados. En cambio, en las regiones caracterizadas por su dotación de recursos naturales o sus bajos salarios, se manifiesta una combinación de estrategias de acceso al mercado, control de recursos y búsqueda de ventajas que mejoren la competitividad para acceder a terceros mercados. El elevado peso de las FAT en la IED se traduce en una baja y decreciente aportación global de las CT a aumentar la capacidad productiva.

**4. EXPANSIÓN ASIMÉTRICA DE LAS CORPORACIONES Y TRANSNACIONALIZACIÓN**

**4.1. Activos, ventas, exportaciones y empleo**

La gran expansión de las corporaciones transnacionales en las últimas décadas se

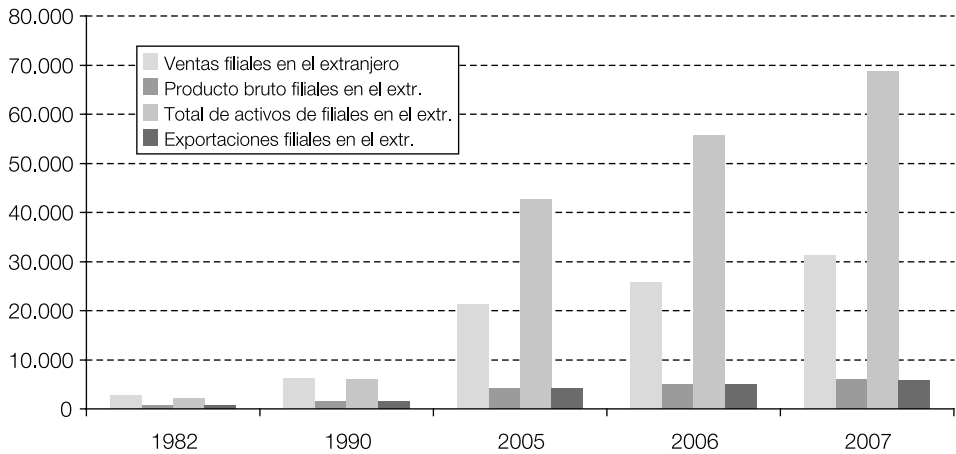
refleja en todos los indicadores relacionados. Además del señalado auge de corrientes y *stock* de inversión en el extranjero, desde 1982 han multiplicado sus activos en el extranjero por 31, las ventas por once, el producto por nueve, sus exportaciones por ocho veces (gráfico n.º 16) y el empleo por cuatro (gráfico n.º 17).

El aumento de activos es coherente con el de los flujos, mientras que el mayor aumento relativo de las ventas respecto de las exportaciones, revela una creciente mayor orientación estratégica a la explotación de los mercados internos que a la de búsqueda de eficiencia para acceso a otros mercados.

En lo referente al empleo por parte de las CT, diversos trabajos destacan que sus implicaciones son de gran trascendencia para la empresa y para las economías huésped, pues impactan en la formación de recursos humanos y en la distribución del in-

Gráfico n.º 16

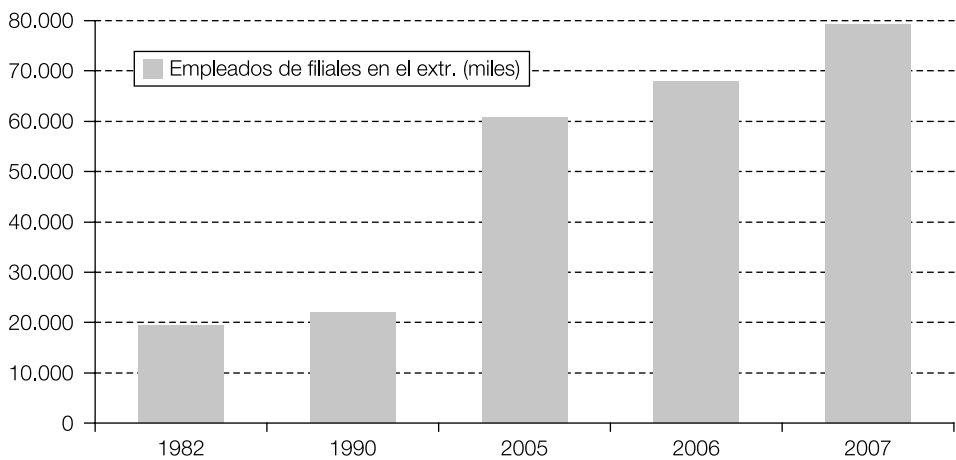
**Corporaciones transnacionales: ventas, producto, activos y exportaciones. 1982-2006**



Fuente: cuadro n.º 8 del Anexo, datos de UNCTAD.

Gráfico n.º 17

**Corporaciones transnacionales. Empleo en filiales**  
(en miles)



Fuente: cuadro n.º 8 del Anexo, con datos de UNCTAD.

greso (Van der Berghe, 2003). Sin embargo, como ha sido señalado desde hace muchos años por la Organización Internacional del Trabajo, existe una seria «dificultad para aislar los efectos en el empleo de las ET de aquellas producidas por tendencias más amplias como la industrialización y la modernización. Además es imposible evaluar globalmente la situación alternativa, es decir la situación que hubiera existido en materia de empleo si las ET no estuvieran presentes» (OIT, 1982, p.124). Esta dificultad se acentúa debido al peso de las FAT en la IED total, pues no es posible conocer en qué medida los trabajadores de las CT ocupan un nuevo puesto de trabajo o son empleados incorporados de las empresas absorbidas, ni tampoco si en estas operaciones se produjo una reducción de plantilla de las mismas.

En la evolución del empleo de las corporaciones en las últimas décadas, destaca el caso de China, donde se ha multiplicado rápidamente el número de trabajadores empleados por las filiales de las empresas transnacionales. Sin embargo, los 24 millones de trabajadores empleados por las 42.753 filiales de corporaciones extranjeras instaladas en 2004 (último año para el que se disponen datos), representan una media de 561 empleados por filial, cifra que contrasta con el caso de Estados Unidos, donde las 5.351 filiales extranjeras radicadas en ese país empleaban a 5,6 millones de trabajadores, por lo que la media por filial (1046 trabajadores) era casi el doble que la de China, que, sin embargo, dobla con creces la media por filial de Alemania y Japón. Desde la perspectiva de las corporaciones, destaca el papel de las estadounidenses en el número de empleados: sus 24.400 filiales radicadas en el exterior en 2004 ocupaban más de 10 millones de trabajadores (una media de 412 por filial,

un 70 % más que las corporaciones japonesas en el exterior y el doble que las alemanas) (UNCTAD, 2008, tablas n.º 8 y 9, anexo B y [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)).

La aportación al empleo por parte de las CT es muy difícil de cuantificar ya que, como se ha analizado, el aumento de trabajadores de filiales no implica aumento neto de empleo, debido al fuerte peso de las FAT, en las que es frecuente una reducción de plantilla de las empresas implicadas. Esto indica que gran parte del aumento de los trabajadores en las CT, que varía según las regiones, son antiguos empleados de empresas absorbidas.

Aunque el fuerte aumento de las ET ha sido general, no ha sido uniforme en todo el mundo. La distribución geográfica de la expansión de las filiales de las corporaciones transnacionales, revela que los países subdesarrollados acogen a un mayor número de ellas, en comparación con los países desarrollados, pero fuertemente concentradas en Asia Sur Oriental, y particularmente en China, región y país con mayores tasas de crecimiento económico en las últimas tres décadas. China, donde el producto bruto aumentó a una tasa anual promedio en torno al 10% desde 1978, (Banco Mundial, 2008), alberga dos tercios de todas las filiales radicadas en países subdesarrollados y el 35% de las instaladas en todo el mundo. En toda la región de Asia Sur Oriental, se concentran el 84% de las filiales existentes en países no industrializados, lo que equivale al 44% del total mundial. (Cuadro n.º 3).

#### **4.2. El grado de transnacionalización de las corporaciones**

Aunque los indicadores estudiados ya lo sugieren, el análisis de los datos sobre las

Cuadro n.º 3

**Matrices y filiales por regiones y países. 2007**

	Matrices	Filiales de CT extranjeras
<b>Mundo</b>	<b>78.817</b>	<b>794.894</b>
<b>Regiones/Países desarrollados</b>	<b>56.448</b>	<b>366.628</b>
Europa	45.607	328.864
EE.UU. y Canadá	3.857	28.332
Japón	4.663	4.500
<b>Regiones/Países subdesarrollados</b>	<b>20.586</b>	<b>413.446</b>
África	737	6.225
América Latina	3.177	39.017
Asia	16.651	367.764
Asia Occidental	2.854	19.753
Asia Sur y S.O.	13.797	348.011
China	3.429	280.000
Hong Kong	1.167	9.712
Korea	7.460	14.689
Asia Meridional	769	4.729
Asia Sudeste	320	33.873
Oceanía	21	440
Europa Sur Occ. y CEI	1.783	14.820
Rusia	–	1176

Fuente: World Development Report 2008, UNCTAD.

100 mayores empresas transnacionales, permite verificar que mantienen una clara tendencia a aumentar su grado de transnacionalización, medido por UNCTAD como el promedio de los ratios de activos de filiales en el extranjero sobre activos totales; ventas en el extranjero sobre ventas totales y empleo en el extranjero sobre empleo total. El índice compuesto para el conjunto de las cien mayores transnacionales pasó de 46 en 1993 a 61,6 en 2006 (cuadro n.º 4).

El análisis de las 50 empresas con más activos en el exterior muestra que 40 de ellas pertenecen a sólo cinco países (Estados Unidos, Alemania, Francia, Japón o

Reino Unido)<sup>11</sup> y que la mayoría de ellas pertenecen a industrias relacionadas con tecnologías maduras (equipos de transporte, particularmente), petróleo y servicios básicos con grandes activos físicos en infraestructura (electricidad, gas, agua). Un rasgo contradictorio de estas empresas en la era de la globalización, es su relativo bajo grado de transnacionalización: sólo 8 de las 50 mayores empresas por activos se sitúan por debajo del puesto 40 en transnacionalización y, entre las 100 mayores corporaciones, se observa una relación

<sup>11</sup> Países donde tienen sus matrices 73 de las 100 mayores corporaciones.

Cuadro n.º 4

**Grado de transnacionalización**

100 mayores CT por activos en el exterior	
Año	Índice promedio
1993	46
1997	55
1999	52
2001	58
2003	56
2006	61,6

\* Promedio de: activos extr/total activos  
 ventas ext/total ventas  
 empleo ext/total empleo

Fuente: UNCTAD, 2008.

inversa entre tamaño por activos en el extranjero y grado de transnacionalización (cuadro n.º 5).

Consideradas por industrias, en 2006, entre las 100 mayores CT, las de telecomunicaciones (8 entre las 100 más grandes y 4 entre las primeras 50) son las que presentan un mayor grado de transnacionalización, seguidas por las empresas de electrónica. Las corporaciones de servicios presentan un nivel medio en ambas variables, mientras que las petroleras presentan una situación heterogénea, con empresas en situaciones polares de transnacionalización. En cambio las de mayor índice de internacionalización (ratio de número de filiales en el extranjero sobre el total de filiales de la corporación) son las transnacionales farmacéuticas, seguidas de las de electrónica y de telecomunicaciones (cuadro n.º 6). Las mayores corporaciones de países subdesarrollados, presentan niveles muy inferiores de transnacionalización e internacionalización (cuadro n.º 7).

Al considerar las empresas según su origen nacional, destaca el relativamente bajo grado de transnacionalización de las mayores corporaciones de EE.UU. y Alemania, tanto para las 50 mayores, como las situadas entre las 100 mayores, que en ambos casos presentan un grado de transnacionalización por debajo de la media del universo considerado. Las grandes corporaciones cuyas matrices tienen base en estos dos países, particularmente las de Alemania, además del relativamente bajo grado de transnacionalización, muestran un patrón industrial asociado a las industrias dominantes hasta la crisis de los setenta del siglo XX: equipos de transporte, petróleo y las industrias químicas. (cuadro n.º 8 y [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)).

Las corporaciones japonesas, destacan especialmente en las industrias del señalado patrón tecnológico anterior al de las tecnologías de la información y la comunicación, especialmente en la industria de equipos de transporte, en la que son líderes mundiales,



Cuadro n.º 5

**Corporaciones transnacionales de los cinco países que en 2006  
concentraron 40 de las 50 mayores empresas por activos en el extranjero.  
Número, tipo de industrias, grado de transnacionalización y grado de  
internacionalización**

País	De 1 a 10º	De 1 a 20º	De 1 a 50º	Industrias*	Transnacionalización**	Internacionalización***
EE.UU.	4	6	12	3 ET, 3P, 3E, 1F, 1D, 1G	Baja, ninguna antes 40ª del ranking	Baja, excepto IBM y Grandes almacenes
Alemania	0	4	10	4 ET, 1 E, 2S, 1Q, 2O	Baja, ninguna antes 40ª del ranking	Baja, excepto en transporte
Francia	2	4	8	S2, ET1, P1, PM 2, O2	Alta en petróleo, prod. minera y servicios	Media y alta en petróleo, servicios y farmacéutica
Japón	1	2	6	4ET, 1E, 1G	Heterogénea. Honda es 11ª en el Ranking y Toyota (3ª por activos) 87ª	Baja
R. Unido	3	3	4	1T, 1P, 1Min, 1D	Alta tanto en telecomunicaciones como en petróleo y minería	Bajo, excepto en minería

\* ET: Equipo de transporte, P: petróleo, E: equipamiento electrónico, F: Farmacéutica, D: diversificada, G: Grandes distribuidoras, S: servicios básicos, PM: productos minerales, Q: química, Min: minería, T: telecomunicaciones, O: otros.

\*\* Transnacionalización: promedio de 3 ratios: activos en el extranjero/activos totales; ventas en el extranjero/ventas totales y empleados en el extranjero/empleados totales.

\*\*\* Internacionalización: número de filiales en el extranjero/número total de filiales. (Sólo se consideran las filiales con mayoría de propiedad).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del anexo A de World Investment Development Report 2008, UNCTAD 2008.

con niveles medios de transnacionalización, aunque se observan situaciones de contraste.

Las corporaciones francesas se concentran en minería y petróleo, con un alto grado de transnacionalización, y en empresas de servicios con fuerte inversión en activos de infraestructura. Entre las corporaciones británicas, las más transnacionalizadas de los cinco países considerados, destaca Vodafone que además de ser una de las mayores corporaciones por activos en el exterior (séptima), también es la 7ª en el ranking por transnacionalización, a pesar de su bajísimo

grado de internacionalización. A pesar del caso de esta industria, globalmente el patrón industrial de las grandes CT británicas está muy dominado por el peso de las empresas de petróleo y minería. (UNCTAD, 2008)

La presencia de corporaciones transnacionales de países subdesarrollados entre las 100 más grandes por activos, se reduce a cinco corporaciones asiáticas (de Corea, Singapur —países que la ONU clasifica como subdesarrollados—, Malasia y Hong Kong, China) y México. Sólo las CT de Hong Kong y México presentan eleva-

Cuadro n.º 6

**Grado de internacionalización en industrias seleccionadas**  
(número de filiales extranjeras/filiales totales)

Industria	Índice promedio	
	2006	2005
Automotriz	63,4	62,1
Electrónica	74,1	76,2
Petróleo	55,8	60,5
Farmacéutica	80,1	81,9
Telecomunicaciones	73,9	71,6
Servicios	71,4	53,1
Todas las industrias	70,1	69,5

Fuente: UNCTAD, 2008.

Cuadro n.º 7

**Índices promedio de transnacionalización\* e internacionalización\*\* de 50 mayores CT de países subdesarrollados por industria. 2006**

	ITN*	II**
Automotriz	28,7	54,9
Electrónica	64	61,4
Petróleo	27	20,1
Telecomunicaciones	41,4	55,2
Metales y Productos Metálicos	46,9	24,4
Alimentos y bebidas	61,3	42,4
Transporte y almacenamiento	62,3	66,6
Maq. de informática	55,6	72,3
Construcción	38,2	33,1
Maquinaria y equipo	50	67,7

\* Promedio de: activos extr/total activos  
ventas ext/total ventas  
empleo ext/total empleo

\*\* Número de filiales en el extr/n.º de filiales totales

Fuente: UNCTAD, 2008.

Cuadro n.º 8

**Índice promedio de transnacionalización\* CT de principales países inversores. 2006**

	ITN*	N.º Empresas
100 Mayores CT	61,6	100
CT de R. Unido	72,8	13
CT de Francia	63,8	15
CT de EE UU	57,8	22
CT de Alemania	54,8	14
CT de Japón	52,1	9

\* Promedio de: activos extr/total activos  
ventas ext/total ventas  
empleo ext/total empleo

Fuente: UNCTAD, 2008.

dos grados de transnacionalización (índices 82 y 78, respectivamente, que las sitúan en los puestos 10.º y 20.º entre las cien mayores CT, respectivamente) e internacionalización (índices 92 y 95, respectivamente, 11ª y 4ª, respectivamente, entre las 100 mayores), muy por encima de los promedios de las otras cuatro y, aún más, de los promedios de las transnacionales con origen en países subdesarrollados, en cualquier industria que se considere. (Cuadro n.º 7 y UNCTAD, 2008).

Si consideramos el número de países en las que están presentes, las corporaciones más extendidas por el mundo son las alemanas, pues 3 de las cinco y 5 de las 10 corporaciones con filiales en mayor número de países son de este origen. (Sólo una de las 10 primeras es de Estados Unidos). (cuadro n.º 9).

En síntesis, en la expansión de las corporaciones se observa una mayor orientación estratégica a la explotación de los

mercados internos que a la de búsqueda de eficiencia para acceder a otros mercados. Aunque las matrices se concentran en los países desarrollados, los países no industrializados acogen un mayor número de filiales, con una fuerte concentración en China y Asia Oriental. En lo referente al empleo, la evaluación del impacto de las CT es difícil de realizar debido a diversos factores, particularmente porque un porcentaje elevado de sus trabajadores, han sido incorporados desde las empresas absorbida en FAT.

En cuanto a la transnacionalización; las 100 mayores corporaciones, consideradas en conjunto, han aumentado el grado de la misma de forma continuada desde 1993, como se vio en el Cuadro n.º 4, hasta un índice promedio de 61,6. Las corporaciones del Reino Unido y de Francia se sitúan por encima de la media y las de Estados Unidos, Alemania y Japón por debajo del promedio y en éstas predomina

Cuadro n.º 9

**CT más internacionalizadas en número de países con filiales instaladas. 2006**

Empresa	País origen	N.º de países
Deutsche Post AG	Alemania	111
Royal dutch Shell Group	Países Bajos-Reino Unido	98
Nestlé SA	Suiza	96
Siemens AG	Alemania	89
BASF AG	Alemania	88
Procter & Gamble	Estados Unidos	75
Glaxo Smithkline	Reino Unido	74
Linde	Alemania	71
Bayer AG	Alemania	71
Philips Electronic	Países Bajos	68
Total	Francia	66
IBM	Estados Unidos	66
WPP Group PLC	Reino Unido	64
Roche Group	Suiza	62
Novartis	Suiza	62

Fuente: UNCTAD, 2008.

un patrón tecnológico más maduro. (cuadros n.º 5 y 8). El análisis comparado entre las 100 de mayor tamaño por activos en el exterior, revela una relación inversa entre dicho tamaño y el grado de transnacionalización, (tabla I.15 del Anexo A de UNCTAD, 2008).

Por industrias, las empresas de telecomunicaciones, seguidas de las electrónicas son las más transnacionalizadas y junto a las corporaciones farmacéuticas son también las más internacionalizadas (ratio de número de filiales en el extranjero sobre el total de filiales), (cuadro n.º 6 y Tabla I.15 del Anexo A de UNCTAD, 2008).

## 5. CONCLUSIONES

En el largo proceso de expansión de las corporaciones transnacionales desde los años setenta, su importancia en la economía mundial ha sido creciente. Las estrategias de inversión reveladas demuestran una preferencia de las empresas por la orientación al mercado, ya que las mismas han mantenido una fuerte concentración en países y regiones con altos ingresos (países desarrollados y dentro de ellos el reducido grupo más avanzado) o mercados de gran tamaño y crecimiento (Brasil, Rusia, India, China). Las estrategias corporativas han manifestado una preferencia a concentrar

las inversiones en un reducido número de actividades, desde 1995 creciente y mayoritariamente en servicios con importantes activos en infraestructura, finanzas y servicios a empresas y, entre las manufacturas, en las industrias del núcleo principal del viejo patrón tecnológico: química, alimentaria, metálicas, aunque también en maquinaria y equipo.

Las fusiones y adquisiciones de empresas son la forma absolutamente dominante de inversión corporativa en el exterior, y ello permite inferir que las estrategias de búsqueda de posiciones de mercado y redes de distribución u otros activos estratégicos, o de eficiencia para el acceso a terceros mercados complementen a la de búsqueda de mercados. El análisis de las tendencias en cada una de las áreas económicas del mundo, permite matizar esta conclusión general, ya que las estrategias dominantes en cada región se correlacionan con el perfil específico de las mismas.

Estos datos son consistentes con las conclusiones globales, que sugieren que las decisiones de inversión, consideradas a escala mundial, privilegian inequívocamente la estrategia de orientación al mercado, aunque con tendencia a desarrollar sistemas integrados globales de producción y comercialización. En estos sistemas integrados, las filiales pueden especializarse en un segmento de la cadena mundial de valor o integrarse como nudo de la red global de distribución y producción internacional, que permiten aprovechar las distintas ventajas de cada segmento de la cadena y de la red como un todo: la cualificación de la mano de obra en industrias de alto contenido tecnológico, las economías de escala en actividades de tecnología relativamente madura o salarios bajos y acceso a materias

primas en las tecnológicamente muy maduras o diversas combinaciones de ellas. El estudio de los sistemas de integración desarrollados por los grupos empresariales transnacionales, excede las posibilidades de este trabajo, pero presenta un gran interés para su estudio.

Relacionado con el proceso globalizador, el análisis de la evolución de las mayores CT muestra que aunque su grado de transnacionalización e internacionalización ha aumentado de forma continua, la intensidad de este proceso se relaciona inversamente con el tamaño de las corporaciones, lo que puede explicarse por el alto peso que entre las empresas más grandes tienen las relacionadas con actividades tecnológicamente maduras.

En relación con el impacto de las CT sobre el desarrollo de las distintas regiones, la gran complejidad de los múltiples aspectos con los que se relacionan y la trascendencia de sus implicaciones, exigen una investigación más amplia que los evalúe de forma sistemática. Sin embargo, haciendo balance de los resultados obtenidos en este trabajo, se puede inferir —*ceteris paribus*— que los datos sugieren que las inversiones de las CT de las últimas décadas no han contribuido a reducir las divergencias regionales, sino más bien a acentuarlas.

Estas conclusiones sugieren que las políticas públicas respecto a la radicación de corporaciones transnacionales y en general de atracción de inversiones extranjeras, deberían privilegiar inversiones que contribuyan positivamente a la formación de capital, la expansión del mercado interior o de las exportaciones, a la generación neta de empleo y en general a la convergencia del desarrollo local con los países más industrializados.

Cuadro n.º 1 Anexo

**Inversión extranjera directa (ied) flujos entrada**

	Miles de millones de dólares			Eur. S. O y CEI
	Mundo	Países desarrollados	Países subdesarrollados	
1970	13,4	9,5	3,9	–
1971	14,2	10,6	3,6	–
1972	15,1	11,6	3,5	–
1973	21,2	16,1	5,1	–
1974	25,9	23,4	2,5	–
1975	27,3	17,6	9,7	–
1976	22,6	16,1	6,5	–
1977	26,7	19,7	7	–
1978	34,4	25,4	9	–
1979	42,8	34,3	8,5	–
1980	55,3	47,6	7,7	–
1981	69,4	45,3	24,1	–
1982	59,4	32,9	26,4	–
1983	50,7	33,1	17,6	–
1984	59,1	41,2	17,7	–
1985	58,1	43,9	14,2	–
1986	88,6	72,9	15,7	–
1987	140,6	119,3	21,4	–
1988	164,9	134,6	30,3	–
1989	192,9	162,2	30,6	–
1990	201,6	165,6	35,9	–
1991	154,8	114,6	39,9	–
1992	170,5	115,5	53,2	–
1993	224,1	143,3	77,6	–
1994	254,3	148,2	103,6	–
1995	342,6	222,1	116,5	–
1996	392,7	239,4	147,1	–
1997	489,2	286,6	190,6	–
1998	709,3	509,1	189,6	–
1999	1.098,9	860,1	228,5	–
2000	1.411,4	1.146,2	256,1	–
2001	832,6	609	212,1	11,5
2002	625,5	442,9	171	11,3
2003	561,1	361,1	180,1	19,9
2004	717,7	403,7	283,6	30,4
2005	958,7	611,3	316,4	31
2006	1411	940,9	413	57,2
2007	1.833,3	1.247,6	499,7	85,9

Fuente: Elaborado a partir de UNCTAD: <http://stats.unctad.org/FDI/ReportFolders/ReportFolders.aspx> para la serie 1970-2000 y UNCTAD, 2008 para serie 2001-07.

Cuadro n.º 2 Anexo

**Inversión extranjera directa (ied) flujos entrada porcentaje según grupo de países. 1970-2007**

	Mundo	Países desarrollados	Países subdesarrollados	Eur. S. O y CEI
1970	100	71	29	-
1971	100	75	25	-
1972	100	77	23	-
1973	100	76	24	-
1974	100	90	10	-
1975	100	65	35	-
1976	100	71	29	-
1977	100	74	26	-
1978	100	74	26	-
1979	100	80	20	-
1980	100	86	14	-
1981	100	65	35	-
1982	100	55	45	-
1983	100	65	35	-
1984	100	69	31	-
1985	100	76	24	-
1986	100	82	18	-
1987	100	84	16	-
1988	100	82	18	-
1989	100	84	16	-
1990	100	82	18	-
1991	100	74	16	-
1992	100	68	32	-
1993	100	64	36	-
1994	100	58	42	-
1995	100	65	35	-
1996	100	61	39	-
1997	100	59	41	-
1998	100	72	27	1
1999	100	78	21	1
2000	100	81	18	1
2001	100	73	25,6	1,4
2002	100	71	27,1	1,9
2003	100	64	32,5	3,5
2004	100	56	39,8	4,2
2005	100	64	32,8	3,2
2006	100	67	29	4
2007	100	68	27,3	4,7

Fuente: Elaborado a partir de UNCTAD: <http://stats.unctad.org/FDI/ReportFolders/ReportFolders.aspx> para la serie 1970-2000 y UNCTAD, 2008 para serie 2001-2007.

Cuadro n.º 3 Anexo

**Inversión extranjera directa y población en regiones y países seleccionados. 2007**

	Población		I. E.	Directa
	millones	%	Miles de mill.U\$S	%
<b>MUNDO</b>	<b>6.513</b>	<b>100</b>	<b>1.833</b>	<b>100</b>
<b>Países desarrollados</b>	<b>1.003</b>	<b>15,0</b>	<b>1.246</b>	<b>68</b>
U. Europea	500	7,7	804	44
América Desarrollada	333	5	342	19
EE. UU.	300	4,6	233	13
Canadá	33	0,5	109	6
Unión Europea	500	7,7	804	44
R. Unido	60	0,9	224	12
Francia	61	0,9	158	9
Países Bajos	16	0,2	99	5
España	44	0,7	53	3
Alemania	82	1,3	51	2,8
Bélgica	10	0,1	40	2,2
Italia	59	0,9	40	2,2
Austria	8	0,1	31	1,7
Irlanda	4	0,06	31	1,7
Resto Europa	11	0,2	44	2,5
Suiza	7	0,1	40	2,2
Asia y Oceanía Desarrollada:	159	2,4	58	3,2
Japón	127	2	23	1,3
Australia	20	0,3	22	1,3
ECON.enTRANSIC.				
Eur. Oriental/ CEI	288	4,5	86	5
Rusia	142	2	52	2,8
<b>Países subdesarrollados</b>	<b>5.220</b>	<b>80,0</b>	<b>500</b>	<b>27</b>
Asia Subdesarr.	3.740	57,5	319	17
Asia Occ.	205	3	71	4
Arabia Saudita	24	0,4	24	1,3
Asia Oriental	1.440	22	157	8,6
China+Hong Kong	1.320	20	144	8
Asia Sur Or.	540	8	60	3
Singapur	4	0,06	24	1,3
Asia Meridional	1.555	24	30	1,6
India	1.100	17	23	1,3

.../...



Cuadro n.º 3 Anexo (continuación)

**Inversión extranjera directa y población en regiones y países seleccionados. 2007**

	Población		I. E.	Directa
	millones	%	Miles de mill.U\$S	%
África	930	14	53	3
Egipto	75	1,1	12	0,6
Nigeria	145	2,2	12	0,6
Suráfrica	47	0,7	6	0,3
América Latina	550	9	126	7
Brasil	189	3	35	2
México	104	5,6	1,4	1,4
Argentina	39	0,6	5,7	0,3

Clasificación según Naciones Unidas.

Fuente: UNCTAD (2008): World Investment Report y Banco Mundial (2008): Informe sobre el desarrollo mundial.

Cuadro n.º 4 Anexo

**Inversión extranjera directa de las CT por países principales. 2007**

	Miles millones dólares	% del total
EE.UU.	314	15,7
R. Unido	266	13,3
Francia	225	11,2
Alemania	167	8,4
España	120	6
Italia	91	4,5
Japón	74	3,7
Luxemburgo	52	2,6
Suiza	51	2,6
Bélgica	50	2,6
Resto de países desarrollados	282	14,2
China (incluido Hong Kong)	80	4
Rusia	46	2,3
Resto países no industrializados	178	8,9
<b>Total mundial</b>	<b>1.996</b>	<b>100</b>

Fuente: UNCTAD, 2008, Anexo A.

Cuadro n.º 5 Anexo

**Inversión extranjera directa de todas las CT por industrias. Flujos entradas. 1989-2006**

	Miles de millones de dólares							
	PD 89-91	PD 89-91	Mundo 89-91	PD 2004-06	PS 2004-06	ESO 2004-06	Mundo 04-06	
<b>Primario</b>	<b>9,1</b>	<b>3,9</b>	<b>13</b>	<b>102,2</b>	<b>28,8</b>	<b>5,2</b>	<b>136,1</b>	
Agricultura	0	0,6	0,6	0	2	0,2	2,1	
Minas/Petróleo	9	3,2	12,3	102,2	26,8		134	
<b>Manufacturas</b>	<b>47,6</b>	<b>16,1</b>	<b>63,7</b>	<b>126,9</b>	<b>102,3</b>	<b>6,9</b>	<b>236,2</b>	
Alimentos y bebidas	4,8	2,4	7,2	15,3	7,2	1,1	23,6	
Textiles y vestimenta	2,1	0,2	2,3	4,7	1,2	0,08	5,9	
Madera y products. mad	2	0,2	2,2	0,3	1,1	0,5	2	
Imprenta y reproducción	1	0	0,9	3	0,2	0,01	3,2	
Carbón, prods- petróleo	-1	0,3	-0,8	-4,6	1	1,4	-2,1	
Química	10	2	12,3	33,3	4,7	0,8	39	
Goma y plástico	0,9	0,03	1	3,2	0,4	0,2	3,8	
Minerales no metálicos	1,3	0,2	1,5	6,7	1,1	0,8	8,7	
Metalúrgica	4	1,3	5,2	15,3	3,4	8,2	19,6	
Maquinaria y equipo	4,8	3	7,8	12,8	7,5	0,4	20,8	
Electrónica	3,5	0,9	4,4	10,1	4,7	0,07	15	
Instrumentos precisión	0,8		0,8	4,6	0,09	0,02	4,7	
Equipos de transporte	3,6	0,3	3,9	5,1	2	0,2	7,3	
Otras industrias	2,2	0,8	3,1	4,7	0,8	0,02	5,6	
Manuf. sin especificar	7,5	4,3	11,9	12,2	66,7	0,4	79,2	

.../...

Cuadro n.º 5 Anexo (continuación)  
**Inversión extranjera directa de todas las CT por industrias. Flujos entradas. 1989-2006**

	Miles de millones de dólares						
	PD 89-91	PD 89-91	Mundo 89-91	PD 2004-06	PS 2004-06	ESO 2004-06	Mundo 04-06
<b>Servicios</b>		<b>83,4</b>	<b>10,6</b>	<b>94</b>	<b>400,1</b>	<b>158,9</b>	<b>574,1</b>
Electricidad, agua y gas	0,8	1,2	2	10,2	6	0,2	16,4
Construcción	0,5	0,6	1	6,5	3,4	0,4	10,3
Comercio	16,4	2,3	18,8	60,3	20,6	2,7	83,6
Hostelería	3,6	1,1	4,7	1,4	3	0,2	4,5
Transp y comunicac.	1,7	1,2	2,9	65,1	22,9	1,5	78,4
Finanzas	30,2	2,2	32,4	139,9	54,3	3,7	197,9
Servicios a empresas	17,2	1,3	18,5	97,1	40,9	6,1	144
Adm. Pública y defensa	2,3	0	2,3	1,6		0,2	1,7
Educación	0	0	0,01	0,06	0,09	0,02	0,2
Salud y Serv. Sociales	0,07	0,02	0,09	1,9	0,2	0,03	2,1
Comunidad y Serv. Pers.	2,3	0	2,3	-3,4	1,8	0,8	-1,5
Otros servicios	7,2	0,4	7,6	8,9	1,2	0	10,1
Servs. Sin especificar	1	0,3	1,3	21,7	4,5	0,1	9,6
<b>Compra-venta propiedades</b>	<b>0,1</b>	<b>0</b>	<b>0,1</b>	<b>9,6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9,6</b>
<b>Sin especificar</b>	<b>11,7</b>	<b>4</b>	<b>15,7</b>	<b>61,5</b>	<b>10,8</b>	<b>0,8</b>	<b>73</b>
<b>Total</b>	<b>151,9</b>	<b>34,7</b>	<b>187</b>	<b>700</b>	<b>300,9</b>	<b>28</b>	<b>1.029</b>

PD: Países Desarrollados; PS: Países subdesarrollados; ESO: Europa S. Oriental y CEI (Comunidad Estados Independ.)

Fuente: UNCTAD, 2008.

## Cuadro n.º 6 Anexo

**Inversión extranjera directa: flujos de entrada y fusiones y adquisiciones transfronterizas. 1987-2007**

(miles de millones de dólares EE.UU.)

	Flujos IED	Fusiones/Ad.	FyA Ps.Des.	FyA Agr/Pes	FyA Min/Petr	Industria	Servicios
1987	140,6	74,5	73,8	0,3	14,1	38,8	21,3
1988	164,9	115,6	112,7	1,8	17,1	57,6	39,2
1989	192,9	140,4	135,5	0,2	8,2	82,4	49,6
1990	201,6	150,6	135,7	0,2	9,8	70,7	69,9
1991	154,8	80,7	74,4	0,5	5,5	31,3	43,3
1992	170,5	79,3	70,1	0,3	4,3	41,8	32,9
1993	224,1	83,1	68,3	0,4	4,4	42,4	35,8
1994	254,3	127,1	111,7	0,9	7,7	65,9	52,6
1995	342,6	186,6	119,7	1,1	12,1	79,8	93,8
1996	392,7	227,1	192,2	0,5	18,1	75,6	132,5
1997	489,2	304,8	239,8	2,1	15,2	111,7	175,8
1998	709,3	531,6	458,4	6,7	62,4	202,2	260,4
1999	1.098,9	766,1	687,7	0,7	15,3	279,8	470,1
2000	1.411,4	1.143,8	1.074,5	1,1	18,7	280,1	844,1
2001	832,6	593,9	505,6	0,3	56,8	166,2	370,6
2002	625,2	369,8	322,7	0,3	30,4	118,9	220,2
2003	561,1	296,9	245,8	1,3	27,1	106,7	162,1
2004	717,7	380,6	317,4	1,2	18,2	120,7	240,4
2005	958,7	929,4	820,4	8	147,8	255	518,5
2006	1.411	1.118	969,1	3,1	105,8	304,8	704,5
2007	1.833,3	1637	1.454	5,1	104,7	567,4	959,9

Fuente: Elaborado a partir de UNCTAD: <http://unctad.org/fdistatistics>, para la serie 1987-2004 y UNCTAD (2008): World Investment Report 2008, para 2005-2007.

Cuadro n.º 7 Anexo

**Privatizaciones en países en desarrollo. 1990-2006**

(miles de millones de dólares)

---

1990	12
1991	23
1992	25
1993	23
1994	20
1995	20
1996	24
1997	67
1998	50
1999	42
2000	38
2001	12
2002	15
2003	23
2004	33
2005	53
2006	69

---

Fuente: Banco Mundial, Base de Datos y Privatizaciones: <http://rru.worldbank.org>

## Cuadro n.º 8 Anexo

**Indicadores seleccionados inversión extranjera directa y producción internacional. 1982-2007**

(miles de millones de dólares y porcentajes)

Valores a precios corrientes

	1982	1990	2005	2006	2007
Flujos entradas IED	58	207	946	1.411	1.833
Flujos salidas IED	27	239	837	1.323	1.997
Stock de IED dentro del país	789	1.941	10.048	12.470	15.211
Stock de IED fuera del país	579	1.785	10.579	12.756	15.602
Rentas entradas IED	44	74	759	950	1.128
Rentas salidas IED	46	120	845	1.038	1.220
Fusiones y Adq. Transfonterizas		200	716	1.118	1.637
Ventas filiales en el extranjero	2.741	6.126	21.394	25.844	31.197
Producto bruto filiales en el extr.	676	1.501	4.184	5.049	6.029
Total de activos de filiales en el extr.	2.206	6.036	42.637	55.818	68.716
Exportaciones filiales en el extr.	688	1.523	4.197	4.950	5.714
Empleados de filiales en el extr. (miles)	21.524	25.103	63.770	70.003	81.615
PIB Mundial (precios corrientes)	12.083	22.163	44.486	48.925	54.568
Formación Bruta de Capital Fijo	2.798	5.102	9.115	10.922	12.356
Renta por regalías y licencias	9	29	123	142	164
Exportaciones de bienes y servicios NIAF	2.395	4.417	12.588	14.848	17.138
Número de matrices	10.000	35.000	77.200	77.200	78.817
Número de filiales en el extranjero	90.000	147.000	773.000	774.000	794.894
Rentas entradas IED/Flujos entr. IED	76	36	80	67	61,5
Rentas entradas IED/Fusiones y adq.		37	106	106	69
Flujo entrada IED/PIB mundial %	0,5	0,9	2,1	2,7	3,3
Stock IED/PIB mundial %	6,5	8,7	23	25	28
Stock IED/Formación Bruta Cap. Fijo %	28	38	110	114	123
Export. Filiales extr./export.mundiales%	29	35	33	33	33
Ventas filiales en extr/export. Mundiales	114	138,7	170	174	182
Producto bruto ET/PIB mundial %	5,6	6,8	9,4	9,4	11

Fuente: Elaborado a partir de World Investment Report 2008 y [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)

Cuadro n.º 9 Anexo

**Distribución sectorial stock de inversión extranjera directa en países desarrollados y subdesarrollados. 1990 y 2006**

(en %)

	Mundo		Países desarrollados		Países subdesarrollados	
	1990	2006	1990	2006	1990	2006
Primario	9	8	10	8	8,5	8
Manufacturas	41	28	40	29	43	26
Servicios	49	62	49	62	47	64
Sin especificar	1	1,5	1	1	1,5	2

Distribución sectorial stock IED en regiones subdesarrolladas (en miles de mill.U\$s.)					
	Países subdesarrollados		África	A. Latina	Asia SO/CEI
	1990	2006	2006	2006	2006
Primario	30	230	52	19	4
Manufacturas	154	718	19	28	60
Servicios	169	1.786	29	53	36
Sin especificar	5	66			

Fuente: Elaborado a partir de World Investment Report 2008 y [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics).

Cuadro n.º 10 Anexo

**Orientación sectorial por regiones inversión extranjera directa y fusiones y adquisiciones transfronterizas. 2005-2007**

	Primario	Manufacturas	Servicios
África	9,2	5,2	26,9
A. Latina	4	22,5	44,8
Asia Occidental	0,7	8,6	63,1
Eur. S.O. y CEI	15,5	14,5	30
Asia S y S.O.	10,7	48,1	136,7
Países desarrollados	334,2	1.028,4	1.881
Total	374,3	1.127,3	2.182,5

Fuente: Elaboración propia a partir de [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics) y UNCTAD, 2008.

Cuadro n.º 11 Anexo  
**Orientación industrial de la inversión extranjera directa en fusiones y adquisiciones transfronterizas**  
**por regiones. 2005-07**  
(miles de millones de dólares)

	Paises Desarrollados	Asia O. y S.O.	América Latina	Eur.S.O. y CEI	África	Asia Occidental
Agricultura		3,5				
Minas, canteras y petróleo	320	7	4	16	9	0,6
Alim. Bebidas y tabaco	125	14	8			
Madera y productos mad.	32					
Química y prods. Químicos	244	6,2	2,5	3,8	1,7	
Prods. Miner. No Metálic.					1,9	
Productos metálicos	189	5,2	7,2	6		
Electrónica	62	8,2				
Vehic. Motor	56					
Resto Manufacturas	320	14,4	4,4	6,2	1,5	8,5
Electr. gas, agua	253	3	3,4	8		
Comercio	132	6	5,7		2	1,8
Transp. Almac. y Comunic.	207	46	7	5,3	12,6	30,5
Finanzas	416	46	15,7	7	11	3,7
Servicios empresariales	420	24	6,7	1		
Resto Servicios	453	10,5	6,6	9,6	1,4	27

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics) y UNCTAD, 2008.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BAIROCH, P. Y KOZUL-WRIGHT, R. (1996): «Globalization Myths: some historical reflections on integration, industrialization and growth in the world economy», Discussion Papers 111, UNCTAD, Ginebra.
- BANCO MUNDIAL (2008): «World Development Report», Banco Mundial, Washington DC.
- BRITTAN, L. (1995): «Investment Liberalization: The Next Great Boost to the World Economy». *Transnational Corporations*, Vol. 4, 1. Abril
- CEPAL (2004): «Inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2003», NN UU, Santiago.
- 2008: «Inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2008», NN UU, Santiago.
- DUNNING, J.H. (1993), «Multinational enterprises and the global economy», Addison—Wesley, Wokingham.
- 1996: «Re-evaluating the benefits of foreign direct investment», en UNCTAD, *Companies without Borders: Transnational Corporations in the 1990s*, Londres.
- FONSECA, J. (1993a): «The Restructuring of Production, global markets and critical economics», en *Els Espais del Mercat*, Centre d'Estudis d'Història Local, Diputació de Valencia: 301-346.
- 1993b: «La nueva fase de internacionalización del capital y las empresas transnacionales», en *Materiales para la paz*, Fundación Paz y Solidaridad, Madrid: 85-94
- 1994: «Inserción internacional de América Latina y deuda externa», *Rábida*, 14: 121 y 133.
- 2002: «Crisis argentina: causas y consecuencias», *Claves de la economía mundial*, ICEX, Madrid: 394-403
- 2008: «La inserción regional de Argentina», *Economía Exterior* 43: 93-104
- HYMER, S. (1970): «The Multinational Corporation and the Law of Uneven Development», en J. BJAGWATI (Editor): *Economics and the World Order*, McMillan, N. York, reproducido en COHEN, R. B., et al. (Eds.) (1979): *The multinacional corporation: A radical approach: Papers by Stephen Herbert Hymer*. Cambridge University Press, Cambridge.
- MANDEL, E. (1972): «Der Spätkapitalismus, Suhrkamp Verlag», Frankfurt (Edición española: *El capitalismo tardío*, Era, México D.F., 1979).
- MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. (2007): «Economía Política Mundial», 2 tomos, Ariel, Barcelona.
- OIT (ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DEL TRABAJO) (1982): «Efectos de las empresas multinacionales sobre el empleo en los países en desarrollo», OIT, Ginebra.
- PALLOIX, C. (1973): «Les firmes multinationales et le procès d'internationalisation», Maspero, París.
- ROWTHORN, R. Y KOZUL-WRIGHT, R (1998) «Globalization and Economic Convergence: an assessment», Discussion Papers 131, UNCTAD, Ginebra.
- SANTISO, J. (2008): «La emergencia de las multilaterales», *Revista de la CEPAL*, 95: 7-30
- UNIDO (UNITED NATIONS INDUSTRIAL DEVELOPMENT) (2005): «Industrial Development Report», UNIDO, Viena.
- UNCTAD (UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT) (2002): «World Investment Report 2002», UNCTAD.
- 2005: «World Investment Report 2005», UNCTAD.
- 2008: «World Investment Report 2008», UNCTAD.
- »Handbook of International Trade and Development Statistics». Naciones Unidas. Nueva York y Ginebra, varios números.
- [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)
- VAN DEN BERGHE, D. (2003): «Working Across Borders: Multinational Enterprises and the Internationalization of Employment», Erasmus University, Rotterdam.

---

# *Déficit excesivos e investigación y desarrollo*

354

En el debate actual acerca de aplicar la disciplina fiscal en la Unión Monetaria Europea, algunos autores han cuestionado la adecuación del uso de normas fiscales similares para los distintos Estados miembros, reclamando una mayor flexibilidad fiscal temporal para los países pequeños y menos desarrollados. Para ello en este trabajo se desarrolla un modelo de Unión Monetaria entre dos países que difieren en el grado de dimensión económica; en los niveles exógenos de productividad directamente relacionados con la calidad de las instituciones nacionales; en los *stocks* de conocimiento tecnológico y en la capacidad de I+D. Los resultados obtenidos sugieren la pertinencia de incluir algunas excepciones en el sistema europeo de disciplina fiscal, concretamente en lo que se refiere a destinar más recursos a actividades de I+D. Su aplicación afectaría a las medidas tomadas por los países menos desarrollados, y lograría que convergieran de forma más rápida.

*Eztabaida bizirik dago: Europako Diru Batasunean diziplina fiskala ezarri ala ez. Eztabaida horretan, hainbat autorek zalantzan jartzen dute egoki ote den estatu kide guztietan arau fiskal berberak ezartzea, eta herrialde txiki eta ez hain garatuentzako malgutasun fiskal handiagoa eskatzen dute aldi baterako. Horretarako, lan honetan bi herrialderen arteko diru-batasunaren eredia ezarri da; bi herrialdeok alde handiak dituzte maila ekonomikoari; erakunde nazionalen kalitatearekin zuzenean lotutako produktibitate exogenoen maila, ezagutza teknologikoaren stockari eta I+G gaitasunari dagokionez. Lortutako emaitzek erakusten dutenez, egoki da Europako diziplina fiskalaren sisteman salbuespen batzuk egitea, zehazki I+Gra baliabide gehiago bideratzeari dagokionez. Izan ere, neurri hori hartzeak gutxien garatutako herrialdeek hartutako neurriei eragingo lioke eta hala, azkarrago bateratuko lirake herrialdeok.*

Within the debate that involves the application of a tax discipline in the EMU, some authors have questioned the adequacy of the use of the same tax rules for all the different member states, appealing to a more temporary tax flexibility for the small and less developed countries. For such purposes, this paper develops a model of monetary union between two countries that differ in the degree of economic dimension; the exogenous levels of productivity directly related to the quality of the national institutions; the resources of technological knowledge and in the R+D capacity. The outcome obtained suggest that the appropriateness of including some exemptions to the European system of tax discipline, especially in terms of allocating more resources to R+D activities. Its application would affect the measures taken by the less developed countries, making them converge in a faster way.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. El modelo
  3. Equilibrio
  4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Pacto de Estabilidad y Crecimiento, disciplina fiscal, innovación, imitación, investigación y desarrollo.

Keywords: Stability and Growth Pact, fiscal discipline, innovation, imitation, research and development.

N.º de clasificación JEL: E62, F43, H6, O3.

### 1. INTRODUCCIÓN

Con la creación de la Unión Monetaria Europea (UME), el marco para la definición y puesta en marcha de políticas macroeconómicas se ha transformado por completo. Los Estados miembros han perdido dos importantes instrumentos (el tipo de interés y el tipo de cambio), y se ha limitado el uso de medidas presupuestarias y fiscales mediante normas vinculantes dirigidas a evitar la creación y mantenimiento de un déficit público excesivo.

En 1992, el Tratado de Maastricht estableció tal marco, limitando las políticas fiscales nacionales mediante normas fiscales vinculantes, incluyendo techos máximos del 3% y 60% para los pesos del déficit público

sobre el PIB y de la deuda pública sobre el PIB respectivamente, e instando a una coordinación política. En 1997, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) reforzó la vía restrictiva adoptada en Maastricht, introduciendo sanciones y estableció el objetivo a medio plazo de un equilibrio presupuestario.

Esta solución ha sido objeto de un profundo debate y crítica en los ámbitos políticos y académicos, fundamentalmente antes de 1995 y posterior a 2000. El debate no está centrado en la necesidad de la disciplina fiscal en sí, sino en el modo en que dicha disciplina debería ser introducida y controlada (Buiter *et al.*, 1993; Rubio y Figueras, 1998).

De hecho, la disciplina fiscal se considera normalmente un instrumento esencial para evitar los efectos externos negativos que resultan de un comportamiento presupuestario deficiente (De Grauwe, 2005), es-

---

\* Los autores agradecen las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores en el proceso de revisión del artículo.

pecialmente un posible aumento en el tipo de interés de la UME, que lleva a posibles presiones para que el Banco Central Europeo (BCE) aplique una política monetaria más expansionista, derivando así en un aumento de la inflación. El cuadro europeo de la política fiscal se estableció así fundamentalmente debido a la necesidad de mantener la estabilidad en los precios (Baldwin y Wyplosz, 2004).

Hasta la fecha, la literatura presenta un debate interesante sobre la definición y puesta en marcha de normas fiscales. Así, en el caso de la UME, las posiciones van desde los que apoyan las normas actuales (Begg *et al.*, 2004; Buti *et al.*, 2005) hasta los que reclaman una reforma significativa (Casella, 1999; Creel, 2003; Pisani-Ferry, 2004; Wyplosz, 2005). Concretamente, hay diversos temas donde la divergencia es más profunda, dos de ellos son los siguientes: la posibilidad de considerar algunos gastos relativos a la inversión pública (concretamente incentivos en I+D), como excepciones relativas a la aplicación de normas fiscales vinculantes; y la posibilidad de diferenciar las normas fiscales entre países, teniendo en cuenta los distintos niveles de divergencia económica y la dimensión económica de cada país.

El debate no todavía no ha concluido, pero puede que haya aportado una contribución importante a la reciente reforma del PEC (Consejo Europeo, 2005). El PEC reformado implica una cierta vuelta a la gestión discrecional de la definición de déficit excesivo, y cuenta con un mayor número de circunstancias que conducen a una aplicación más flexible de sanciones, especialmente teniendo en cuenta un tipo diversificado de gastos públicos que pueden justificar el incumplimiento de la norma del «3%» (por ejemplo, Alves y Afonso, 2008).

En lo que respecta al presente artículo, es relevante señalar que dentro de este conjunto de gastos se incluyen los de I+D. Otro aspecto importante es que tanto el propio Tratado de Lisboa, como otros documentos europeos recientes (por ejemplo, Orientaciones Generales de Política Económica 2005-2008, Consejo de la Unión Europea, 2001) reconocieron la relevancia del gasto público en I+D.

Para analizar si estos tipos de gastos públicos deberían ser tratados o no de manera distinta, y si las normas fiscales europeas deberían ser distintas entre los países, se considera una estructura económica estándar de teoría de crecimiento en I+D endógeno (e.g., Romer, 1990; Jones, 1995; Gancia y Zilibotti, 2005), para dos países que compongan la Unión Monetaria (UM en adelante). En cada país, la producción de bienes finales se hace en competencia perfecta, recurre a instituciones y utiliza mano de obra junto a un conjunto continuo de bienes intermedios ajustados por calidad. Los bienes intermedios, a su vez, utilizan diseños (derivados de actividades en I+D) y son producidos bajo competencia monopolística. La función productiva, adaptada de los modelos de crecimiento en I+D horizontales presentados por Acemoglu y Zilibotti (2001), incorpora la sustituibilidad entre países en la producción de productos finales.

Como resultado de esta relación cercana entre la producción de bienes intermedios y el I+D, se puede promover éste último, el I+D, tanto mediante subvenciones directas como mediante subvenciones a la producción de bienes intermedios (por ejemplo, Berger, 1993; Goolsbee, 1998; Afonso, 2008). Dichas políticas tienen un impacto negativo sobre el presupuesto fiscal de cada país y esta situación puede conducir a consecuencias adversas, como

las que el PEC pretende evitar. Sin embargo, estas políticas pueden reducir el desfase del conocimiento tecnológico entre los dos países. En este caso, serían esenciales para un aumento de la convergencia económica dentro de la Unión y, sobre todo, del rendimiento de los países más pobres, lo que justificaría distintas normas fiscales para cada país, por lo menos de forma temporal.

Partimos de la premisa de que los países difieren en cuatro características. La primera está relacionada con la dimensión económica, medida según la aportación de mano de obra: el de mayor población activa se denomina *Big* y el otro, *Small*. La segunda característica hace referencia a las instituciones nacionales. Éstas están más avanzadas en el país denominado *Big*. La tercera característica mide la capacidad de I+D, siendo el país *Big* el innovador y el *Small*, el imitador. La última característica es una consecuencia endógena del resto de características y está relacionada con los índices de calidad nacionales que miden el conocimiento tecnológico. Éstos son más elevados en el país *Big*.

En un trabajo anterior (Afonso y Alves, 2008), se analizaba un problema similar, pero considerando la complementariedad entre los inputs específicos de un país y la sustituibilidad entre países. En este contexto ambos países eran innovadores, si bien el más desarrollado resultaba ser más eficiente en actividades de I+D.

Este artículo se estructura de la siguiente manera: el apartado 2 describe el modelo, y el siguiente determina las condiciones de equilibrio y señala los principales resultados relativos al estado estacionario; finalmente, el apartado 4 ofrece algunas observaciones concluyentes.

## 2. EL MODELO

### 2.1. Sector productos finales

Cada producto final  $n \in [0, 1]$  es producido por uno de los dos países; el *Small*, ( $S$ ), y el *Big*, ( $B$ ). El primero (último) incluye instituciones,  $A_S$  ( $A_B$ ), y mano de obra,  $L_S$  ( $L_B$ ), junto a un conjunto continuo de bienes intermedios ajustados por calidad, representado por  $j \in [0, J]$  y producido tanto en  $S$  como en  $B$ . El producto de  $n$ ,  $Y_n$ , en un momento  $t$  es,

$$Y_n(t) = \left[ \int_0^J z_n(k, j, t)^{1-\alpha} dj \right] \left\{ (1-n) A_S^{1/\alpha} L_{S,n} \right\}^\alpha + \left\{ n A_B^{1/\alpha} L_{B,n} \right\}^\alpha \quad (1)$$

considerando  $z_n(k, j, t) = q^{k(j,t)} x_n(k, j, t)$ .

Las integrales indican la contribución de los bienes intermedios a la producción. En la tradición schumpeteriana, cada  $j$  utilizado en la producción del producto final  $n$  es ajustado por calidad; esto es, siendo la mejora de la calidad  $q > 1$ , y siendo  $k$  la máxima calidad en un momento  $t$ . La cantidad de  $j$  con calidad  $k$  en  $t$  puede producirse tanto en  $B$ ,  $x_{B,n}(k, j, t)$ , tras una innovación exitosa, como en  $S$ ,  $x_{S,n}(k, j, t)$ , tras una imitación exitosa y más barata de la calidad líder. Así, el nivel de calidad de  $j$  aumenta gracias a la actividad innovadora en I+D. Sin embargo, ambos países utilizan los bienes intermedios más modernos en su producción de bienes finales; esto es,  $k = k_B \geq k_S$ , que puede producirse en un ámbito nacional o no. En este último caso, los países importan calidad más elevada de  $j$  para su uso interno. El término  $0 < (1-\alpha) < 1$  es la proporción de inputs de los bienes intermedios.

Los términos segundo y tercero del lado derecho de (1) indican el papel de la mano

de obra en la producción de  $S$  y  $B$ , respectivamente. Así,  $0 < \alpha < 1$  es la proporción de mano de obra en los inputs. Estos términos incluyen los niveles de mano de obra de cada país, asumiéndose que  $L_B > L_S$ . El término  $A$  representa el nivel de productividad exógena dependiente de las instituciones del país. Mientras que las instituciones de  $B$  son, por hipótesis, más avanzadas, señalamos que  $A_B > A_S > 1$ , asumiendo una ventaja absoluta de productividad de  $L_B$  sobre  $L_S$ . Tanto  $(1-n)$  como  $n$  representan una ventaja relativa asociado a cualquiera de los casos, lo que implica que  $L_S$  ( $L_B$ ) es relativamente más productivo en los productos finales representados por los  $n$  más pequeños (más grandes).

Así, en la función de producción de bienes finales (1) se combinan de forma complementaria los inputs, o sea, los bienes intermedios (mundiales) y la mano de obra (específica de cada país), con la sustituibilidad entre los países,  $B$  y  $S$ . La elección óptima del país productor viene reflejada en el umbral de equilibrio  $\bar{n}$ ,

$$\bar{n} = \left\{ 1 + \left[ \frac{A_B^{\alpha-1} L_B}{A_S^{\alpha-1} L_S} \right]^{\frac{1}{2}} \right\}^{-1} \quad (2)$$

– Esta elección óptima resulta de maximizar el beneficio (con productores de bienes finales perfectamente competitivos y productores monopolistas de bienes intermedios) y del equilibrio de pleno empleo en mercados de factores, dado el suministro de mano de obra y el conocimiento tecnológico;

–  $S$  produce bienes con  $n \leq \bar{n}$  y sólo  $B$  produce bienes finales con  $n > \bar{n}$ , donde para  $n = \bar{n}$  el intercambio de un país

a otro resulta ventajoso; un aumento en  $\bar{n}$  implicaría un mayor espacio para la producción en  $S$ , mostrándose como una medida de su relativa competitividad. Por ejemplo, un relativo mayor suministro de mano de obra,  $L_B/L_S$ , o una relativa mayor productividad en relación a la calidad de las instituciones nacionales,  $A_B/A_S$ , resultan en un  $\bar{n}$  más pequeño y por tanto una mayor fracción de bienes finales producidos en  $B$ .

Teniendo en cuenta la demanda para cada bien intermedio por parte del productor de  $n$ , la función de producción (1) puede representarse de la siguiente manera (3):

$$Y_n(t) = \left[ \frac{p_n(t)(1-\alpha)}{p(k, j, t)} \right]^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} Q(t) \left[ (1-n) A_S^{1/\alpha} L_{S,n} + n A_B^{1/\alpha} L_{B,n} \right]$$

donde  $Q(t) \equiv \int_0^J q^{k(j,t) \left( \frac{1-\alpha}{\alpha} \right)} dj$  es un índice de calidad agregada del stock de conocimiento tecnológico, y  $p_n(t)$  y  $p(k, j, t)$  son precios del producto final  $n$  y del producto intermedio  $j$ , respectivamente.

Los recursos agregados de equilibrio destinados a la producción de bienes intermedios,  $X = X_B + X_S$  (4a), y la producción agregada de equilibrio,  $Y = Y_B + Y_S$  (4b), esto es, el producto final compuesto de la UM, se expresan como una función de los niveles de factores actualmente aportados<sup>1</sup>

$$X(t) \equiv \int_0^1 \int_0^1 x_n(k, j, t) dj dn = \begin{cases} X_S(t) = \left[ \frac{p_S(t) A_S (1-\alpha)}{p(j, k, t)} \right]^{1/\alpha} L_S Q(t) \\ + \\ X_B(t) = \left[ \frac{p_B(t) A_B (1-\alpha)}{p(j, k, t)} \right]^{1/\alpha} L_B Q(t) \end{cases}$$

<sup>1</sup> La producción compuesta o global de la UM se obtiene de la integración sobre los productos finales y mediante la normalización de su precio en cada momento  $t$  a 1 (numerario). La producción global comprende los recursos de la UM que están disponibles para el consumo,  $C$ , para la producción de bienes intermedios,  $X$ , y para I+D,  $R$ :  $Y = C + X + R$ .

$$Y(t) \equiv \int_0^1 p_n(t) Y_n(t) dn = \begin{cases} Y_S(t) = \left[ \frac{1-\alpha}{p(j,k,t)} \right]^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} p_S^{1/\alpha}(t) A_S^{1/\alpha} L_S Q(t) \\ + \\ Y_B(t) = \left[ \frac{1-\alpha}{p(j,k,t)} \right]^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} p_B^{1/\alpha}(t) A_B^{1/\alpha} L_B Q(t) \end{cases}$$

donde  $p_B$  y  $p_S$  son los precios índice de los bienes finales producidos por  $B$  y  $S$ , respectivamente. La ecuación (4b) muestra claramente que: el crecimiento económico es dirigido por el progreso del conocimiento tecnológico en  $B$ , reflejado en el índice de calidad agregada y que la contribución de  $B$  al producto final compuesto es mayor que la contribución de  $S$ , ya que suponemos que  $L_B > L_S$  y que  $A_B > A_S$ .<sup>2</sup>

## 2.2. Sector de bienes intermedios

Tanto el país  $B$  como el  $S$  producen bienes intermedios. En el primero caso, tenemos un ejemplo de innovación vanguardista y, en el último caso, una imitación con menor coste de dicha innovación. En cualquier caso, los bienes intermedios utilizados en la producción de bienes finales abarcan el conocimiento tecnológico vanguardista acumulado en  $B$  y resumido en  $Q$ .

### Efectos de nivel en $S$

A la hora de compararlo con la situación anterior a la creación de la UM, la mejora en el nivel de conocimiento tecnológico disponible para  $S$  —mediante acceso a los

<sup>2</sup> Debido a que  $S$  no se encuentra demasiado retrasado (una taxonomía adecuada para nuestros países  $B$  y  $S$  sería definir como «desarrollado» frente a «en desarrollo», más que «desarrollado» frente a «subdesarrollado»), podemos predecir que la diferencias entre los países en cuanto a los precios de sus productos finales son menos relevantes. Además, en el contexto de una UM, con una única moneda y un mercado común, los precios de los bienes con transacción entre países tienden a ser muy parecidos, al igual que ocurre con los índices nacionales de inflación.

bienes intermedios vanguardistas— es una ganancia estática de la UM. La diferencia en el conocimiento tecnológico siempre favorece a  $B$ ; es decir,

$$Q(t) > Q_S(t) \equiv \int_0^J q^{k_S(j,t)} \left( \frac{1-\alpha}{\alpha} \right) dj \quad (5)$$

y, antes de la UM, el nivel de conocimiento tecnológico disponible para  $S$  se limita al nacional<sup>3</sup>. Así,  $S$  disfruta de un beneficio inmediato relativo y absoluto (sobre  $B$ ) en términos de producción agregada y precios de factores, ya que la productividad marginal de mano de obra aumenta con  $Q$ .

Además, la estructura de producción de bienes finales en ambos países también está afectada. De hecho, en un periodo anterior a la UM cada país produce todos sus bienes finales, mientras que tras la UM se produce una especialización de bienes finales determinada por las diferencias en la asignación de mano de obra nacional y en la calidad nacional de las instituciones —véase (2).

### Límite de precios de los bienes intermedios

Partiendo de que la producción de bienes intermedios y el I+D son financiados por los recursos ahorrados tras el consumo de los productos finales compuestos, la hipótesis más sencilla a considerar es que, en cada país, la función de producción de bienes intermedios es idéntica al producto final compuesto reflejado en las ecuaciones (1) y (4b). Dada esta conveniente simplificación, el coste marginal de producir cada  $j$  es igual al coste marginal de producir la producción agregada que, debido a la competencia perfecta en el sector de pro-

<sup>3</sup> Hay que señalar que, incluso ya una vez que existe la UM, todas las innovaciones no han sido imitadas en cada momento  $t$ .

productos finales, es igual al precio de la producción agregada; es decir, 1 (numerario). Así, el coste marginal de producción de  $j$  es independiente de su nivel de calidad y es idéntico en todas las industrias nacionales.

Para permitir la entrada de los productos intermedios de  $S$  en el mercado de la UM, es decir, permitir a los productores de  $S$  que se hallen en el mismo grado de calidad  $k$ , se puede contar con que el gobierno de  $S$  subvencione la producción de bienes intermedios pagando una fracción *ad-valorem*,  $z_x$ , del coste de producción de cada empresa. Así, el coste marginal posterior a la subvención de la producción de bienes intermedios en  $S$  es  $(1-z_x)$ .<sup>4</sup>

La producción de un bien intermedio siempre supone un coste de arranque en I+D; bien en un diseño nuevo creado en  $B$ , bien en su imitación en  $S$ . Esta inversión sólo puede recuperarse si los beneficios, en un cierto periodo en el futuro, son positivos. Esto se asegura mediante un I+D costoso junto a patentes impuestas en el territorio nacional, que protejan dentro, pero no fuera del país, el monopolio de liderazgo de la empresa de esa calidad de producto, mientras que a la vez diseminan el conocimiento obtenido a otras empresas nacionales. Así, el conocimiento de producción de bienes de última calidad es público (no rival y no excluyente) dentro del país y semi-público (no rival y parcialmente no excluyente) fuera de cada país.

Incluso sin una protección de patentes entre países, el productor actual de  $j$  disfruta de cierto poder de monopolio entre paí-

ses: por ejemplo, si es de  $B$ , puede ser desafiado por otro productor de  $B$  o por un imitador de  $S$ , y el monopolio sólo puede asegurarse temporalmente mediante patentes impuestas en  $B$  y mediante una costosa imitación de  $S$ . La existencia de la UM, sin embargo, reduce la magnitud y extensión (medida por el margen de beneficios) del poder monopolístico —mientras que en un contexto anterior a la UM, el productor de  $B$  sólo puede ser desafiado por otro productor de  $B$  y no por un imitador en  $S$  con un coste marginal efectivo más bajo (gracias a las subvenciones).

Siguiendo a Grossman y Helpman (1991, cap. 12), consideramos óptimo poner límites al precio fijado por cada monopolio líder. En general, dependiendo de si  $q(1-\alpha)$  es mayor o menor que 1, el líder de cada  $j$  utilizaría respectivamente el precio del monopolio,  $1/(1-\alpha)$ , o el límite de precio,  $q$ , para captar el mercado nacional en su totalidad (por ejemplo, Barro y Sala-i-Martin, 2004, cap. 7). Para excluir dicha imposición de precios monopolística, supondremos que el tamaño de cada calidad,  $q$ , no es lo suficientemente grande. En el caso de la UM, hay 3 posibles secuencias de resultados fructíferos de I+D con las siguientes consecuencias de límite de precio en  $t$ , dada la calidad  $k$  en  $t-dt$  (cuadro n.º 1).

El margen de beneficios del primer caso es el mayor: el nuevo participante en el país  $B$  compite con uno establecido en  $B$  con el mismo coste marginal (efectivo) pero con mejor calidad. En el segundo caso es menor; el nuevo participante en  $S$ , con un coste marginal efectivo menor, compite con el mismo grado de calidad que el establecido en  $B$ . Comparado con el primero, el tercer margen de beneficios es de nuevo menor, pero debido a un motivo distinto: el nuevo participante en  $B$  mejora la calidad como en

<sup>4</sup> Alternativamente, consideraríamos que cualquier gobierno puede subvencionar la producción de productos intermedios, mediante una subvención *ad-valorem*  $z_x$ , que puede ser específica para cada país, esto es  $z_{x,S}$  en  $S$  y  $z_{x,B}$  en  $B$  y  $z_{x,S} > z_{x,B}$ .



Cuadro n.º 1

**Límite de precio de cada bien intermedio**

$t-dt$	$t$	Proporción en la producción de $j \in [0, J]$ en un momento $t$	$p(j)$
$B$ produce y exporta calidad $k$	$B$ innova, produce y exporta calidad $k+1$	$\Xi (1-\gamma)$	$\rho_{B,B}(j) = q$
$B$ produce y exporta calidad $k$	$S$ imita, produce y exporta calidad $k$	$1-\Xi$	$\rho_{S,B}(j) = 1$
$S$ produce y exporta calidad $k$	$B$ innova, produce y exporta calidad $k+1$	$\Xi \gamma$	$\rho_{B,S}(j) = q(1-z_x)$

Fuente: Elaboración propia.

el primer caso, pero compite con uno establecido con menor coste marginal efectivo.

Para precisar qué bienes intermedios son producidos en cada país en un momento  $t$ , haremos que:  $\Xi$  y  $(1-\Xi)$  representen la proporción de bienes intermedios con producción en  $B$  y  $S$ , respectivamente;  $\gamma$  sea la proporción de bienes intermedios producidos en  $B$  habiendo superado la competencia imitadora; y que  $(1-\gamma)$  refleje la proporción de bienes intermedios producidos en  $B$ , habiendo superado la competencia innovadora. Considerar estas proporciones como funciones de probabilidades de un I+D fructífero se basa en Dinopoulos y Segerstrom (2006): la proporción de productos intermedios producidos en  $B$  aumenta con la probabilidad de una innovación fructífera y disminuye con la probabilidad de una imitación fructífera.

### 2.3. El sector de Investigación y Desarrollo

Como se señala en (4b) la I+D dirige el crecimiento económico en  $B$  y  $S$ . Una des-

cripción más detallada de la tecnología de las actividades de I+D tiene como propósito definir las características de las economías nacionales de  $B$  y  $S$ . Las actividades en I+D de  $B$  se concretan en diseños de innovación para la producción de bienes intermedios, lo cual aumenta su calidad. Se patentan los diseños en el ámbito nacional y el líder de cada  $j$ , que se encarga de producir según la última patente, utiliza el límite de precios para asegurar su monopolio. El valor de la patente vanguardista recae sobre la producción de beneficios acumulándose en cada momento  $t$  y a lo largo de su periodo de poder monopolístico. La duración a su vez depende de las probabilidades de innovación, lo cual destruye el actual diseño líder en línea con los modelos schumpeterianos (Aghion y Howitt, 1992); y también depende de las probabilidades de imitación en  $S$  (Grossman y Helpman, 1991, cap.12). Las probabilidades de innovación e imitación fructíferas, se encuentran así en el corazón del I+D.

Siguiendo a Afonso y Alves (2008), utilizaremos  $I_B(k, j, t)$  para expresar las proba-

bilidades instantáneas en un momento  $t$  —una tasa de llegadas Poisson— de innovación fructífera en el siguiente grado superior de calidad  $[k(j, t) + 1]$  en  $j$ ,

$$I_B(k, j, t) = y_B(k, j, t) \beta_B q^{k(j, t)} \zeta_B^{-1} q^{-\alpha^{-1} k(j, t)} \quad (6)$$

donde:

- $y_B(k, j, t)$  es el flujo de recursos de bienes finales destinados a I+D en  $j$  en el país  $B$ ;
- $\beta_B q^{k(j, t)}, \beta_B > C$ , es el efecto positivo de aprendizaje del conocimiento público acumulado de anteriores I+D fructíferos;
- $\zeta_B^{-1} q^{-\alpha^{-1} k(j, t)}, \zeta_B > 0$ , es el efecto adverso causado por la creciente complejidad de las mejoras de calidad en  $j$ .<sup>5</sup>

El efecto de aprendizaje positivo (b), es modelado de tal manera, junto al efecto adverso (c), que compensa totalmente la influencia positiva del grado de calidad de los beneficios en la empresa líder de bienes intermedios, como podemos ver a continuación.

En ausencia de la Unión Monetaria, el proceso de I+D en  $S$  imita al proceso de I+D en  $B$ , pero de manera menos efectiva, esto es, con  $k_S \leq k$ . Como  $S$  está menos desarrollado, pero no demasiado atrasado, asumimos que existen algunos bienes intermedios, aunque no todos, para los que  $k_S < k$ , implicando que incluso en la ausencia de comercio se producen ciertos bienes intermedios vanguardistas en ambos países (para los que  $k_S = k$ ). Una vez que  $S$  tiene acceso a todos los bienes intermedios de mejor calidad gracias a la Unión, se vuelve un imitador, mejorando la

probabilidad de I+D fructífero. Así, las actividades en I+D de  $S$ , cuando son fructíferas, resultan una imitación de las mejores calidades actuales en el mundo. Siguiendo a Afonso y Vasconcelos (2007), la probabilidad instantánea de imitación fructífera de la calidad más alta actual  $k(j, t)$  en  $j$  es:

$$I_S(k, j, t) = y_S(k, j, t) \beta_S q^{k_S(j, t)} \zeta_S^{-1} q^{-\alpha^{-1} k(j, t)} f(\tilde{Q}(t))^{-\sigma + \tilde{Q}(t)} \quad (7)$$

donde:

- $y_S(k, j, t)$  es el flujo de recursos de productos finales destinados a I+D de  $j$  en  $S$ ;
- $\beta_S q^{k_S(j, t)}, 0 < \beta_S < \beta_E, k_S \leq k$ ; esto es, observamos que el efecto de aprendizaje de las imitaciones acumuladas es menor que el efecto de aprendizaje de las innovaciones acumuladas;
- $\zeta_S^{-1} q^{-\alpha^{-1} k(j, t)}, \zeta_S > \zeta_E > C$ ; observamos que el efecto adverso causado por la creciente complejidad de las mejoras de calidad en  $j$  es menor en la situación de imitación;

$$(d) f(\tilde{Q}(t))^{-\sigma + \tilde{Q}(t)} = \left[ \tilde{Q}(t) (1 - \tilde{Q}(t)) \right]^{-\sigma + \tilde{Q}(t)},$$

es un término de recuperación específico para  $S$  que incluye los efectos positivos del retraso del conocimiento tecnológico, ya que  $\sigma > C$  y

$$0 < \tilde{Q}(t) \equiv \frac{Q_S(t)}{Q_B(t)} \equiv \frac{Q_S(t)}{Q(t)} < 1$$

es el nivel relativo de conocimiento tecnológico de  $S$ . Es decir, la función  $f$  es cuadrática sobre el rango de interés y, una vez afectada por la función exponencial  $-\sigma + \tilde{Q}(t)$ , produce una ventaja creciente del retraso (en el desfase del conocimiento tecnológico) —donde el tamaño de  $\sigma$  afecta a la rapidez con la que las probabili-

<sup>5</sup> Ya que el país  $B$  se encuentra más desarrollado, puede considerarse  $\beta_B \zeta_B > \beta_S \zeta_S$ ; es decir,  $B$  tiene mejor capacidad de innovación que  $S$ .

dades de imitación de éxito disminuyen a medida que el desfase del conocimiento tecnológico disminuye.

Además del efecto directo que la UM posee sobre la capacidad de imitación, el efecto de nivelación aumenta el ingreso agregado en  $S$ , dejando así más recursos disponibles para I+D. Como mencionamos anteriormente, permitiremos a cualquier gobierno subvencionar directamente las actividades en I+D mediante subvenciones *ad-valorem*  $z_r$ , que sean específicas para cada país (esto es,  $z_{r,S}$  en  $S$  y  $z_{r,B}$  en  $B$ ).

## 2.4. Gobierno y consumidores

El comportamiento del gobierno y los consumidores es similar al descrito en Afonso y Alves (2008), en el que un número temporalmente invariable de individuos heterogéneos de la UM (como en cada país) —siempre representado por un  $a \in [0, 1]$ — decide la asignación de los ingresos que se gastan, una parte en el consumo de productos finales compuestos y otra en ser prestados a cambio de un interés futuro. Maximizando la utilidad de cada individuo  $a$  sobre un horizonte infinito de vida, sujeto a restricciones presupuestarias, obtenemos el índice de crecimiento de consumo, que es independiente del individual y que es la ecuación de Euler estándar:

$$\hat{c}(a,t) = \hat{c}(t) = \hat{C}(t) = \frac{1}{\theta} \left[ \left( 1 - \tau_\kappa \right) r(t) - \rho \right],$$

$$\text{donde } C(t) \equiv \int_0^1 c(a,t) da \quad (8)$$

donde:

- $c(a,t)$  es la cantidad de consumo de productos finales compuestos por el individuo  $a$ , en  $t$ ;
- $\rho > 0$  es la tasa de descuento subjetivo;

- $\theta > 0$  es el inverso de la elasticidad inter temporal de sustitución;
- $r$  es la tasa de interés;
- $\tau_\kappa$  es el impuesto *ad-valorem* sobre los activos.<sup>6</sup>

En cuanto al gobierno, éste puede intervenir en cada país mediante la imposición de impuestos sobre sueldos y/o sobre activos financieros, y subvencionando la producción de bienes intermedios o actividades de I+D. Si es necesario, el gobierno puede controlar el déficit público vendiendo deuda pública a personas individuales.

## 3. EQUILIBRIO

Una vez caracterizada la estructura económica de los países según su conocimiento tecnológico, procederemos a incluir las dinámicas de equilibrio de conocimiento tecnológico, que dirigen el crecimiento económico. Los efectos de interacción entre  $B$  y  $S$ , surgidos de la UM, juegan un papel crucial en el equilibrio general dinámico.

### 3.1. Equilibrio en investigación y desarrollo

Dadas las formas funcionales (6) y (7) de las probabilidades de éxito en I+D, el equilibrio de entrada libre está definido por la igualdad entre los ingresos previstos y los recursos utilizados.

$V_S(k, j, t)$  representa el valor actual previsto de flujo de beneficios del productor monopolista de  $j$ , es decir, el valor de la empre-

<sup>6</sup> Señálese que  $r$  y  $\tau_\kappa$  son las mismas en ambos países. El primero es el mismo como consecuencia natural de la existencia de la UM. Y  $\tau_\kappa$  es igual en el contexto de perfecta movilidad de capital dentro de la Unión.

sa monopolista que posee el consumidor de  $S$  o el valor de mercado de la patente. El flujo previsto de beneficios depende de la cantidad en cada momento  $t$ , de la tasa de interés, y de la duración prevista del flujo, que es la duración prevista de liderazgo del conocimiento tecnológico. Dicha duración depende a su vez de la probabilidad de innovación fructífera en  $B$ , que es el potencial aspirante. En este contexto, la fórmula para  $V_S(k, j, t)$  es:

$$V_S(k, j, t) = \frac{\Pi_S(k, j, t)}{r_S(t) + I_B(k, j, t)} \quad (9)$$

la cantidad de beneficios en  $t$ , para el productor monopolista de  $j$ , haciendo uso de una calidad imitada  $k$ ;  $\Pi_S(k, j, t)$  depende del coste marginal, del margen de beneficios, y de la demanda mundial de bienes intermedios  $j$  por parte de productores de bienes finales.

Utilizando la fórmula de  $\Pi_S(k, j, t)$  junto a las expresiones (9) y (7) y la igualdad entre los ingresos esperados y los recursos utilizados y luego resolviendo para  $I_B$ , en equilibrio, la probabilidad de una innovación exitosa en  $B$  —dada la tasa de interés y los índices de precios de productos finales— es:

$$I_B(t) = \beta_S \zeta_S^{-1} f\left(\tilde{Q}(t)\right)^{-\sigma + \tilde{Q}(t)} \tilde{Q}(t) \left( \frac{z_{x,S}}{1 - z_{r,S}} \right) (1 - \alpha)^{\alpha^{-1}} \left[ L_S \left( A_S \rho_S \right)^{\alpha^{-1}} + L_B \left( A_B \rho_B \right)^{\alpha^{-1}} \right] - r_S(t), \forall k \quad (10)$$

En equilibrio,  $I_B$  resulta ser independiente de  $j$  y  $K$ , debido a la eliminación de los efectos de escala del conocimiento tecnológico ya que la influencia positiva del grado de calidad sobre beneficios y sobre el efecto de aprendizaje es exactamente

compensada por medio de la influencia del efecto adverso inducido por la complejidad creciente.

Debido a que las probabilidades de innovación exitosa determinan el progreso del conocimiento tecnológico más vanguardista, el equilibrio puede traducirse como la ruta del conocimiento tecnológico en  $B$  que permite a  $S$  igualmente beneficiarse. Esta relación origina la siguiente expresión sobre la tasa de crecimiento en equilibrio del conocimiento tecnológico, en la que interactúa con (10):

$$\hat{Q}(t) = \left\{ \beta_S \zeta_S^{-1} f\left(\tilde{Q}(t)\right)^{-\sigma + \tilde{Q}(t)} \tilde{Q}(t) \left( \frac{z_{x,S}}{1 - z_{r,S}} \right) (1 - \alpha)^{\alpha^{-1}} \left[ L_S \left( A_S \rho_S \right)^{\alpha^{-1}} + L_B \left( A_B \rho_B \right)^{\alpha^{-1}} \right] - r_S(t) \right\} \left[ q^{(1-\alpha)\alpha^{-1}} - 1 \right] \quad (11)$$

(11) deja claro que igualmente se produce un efecto de retroalimentación desde la imitación hacia la innovación. Esto es, el efecto de nivelación positivo de  $B$  a  $S$  —el acceso a la producción de bienes intermedios vanguardistas y los recursos disponibles a la imitación— retroalimenta al innovador, afectando a su conocimiento tecnológico a través de la destrucción original. Como las subvenciones en  $S$  mejoran el conocimiento tecnológico en  $B$ , mejoran no sólo el nivel nacional de desarrollo sino el nivel de desarrollo de la UM.

### 3.3. Estado estacionario

En cada país y en la UM, el producto final agregado,  $Y$ , se utiliza para el consumo,  $C$ , y los ahorros, que a su vez se destinan a la producción de bienes intermedios,  $X$ , y a I+D,  $R$ . Ya que ambos países tienen acceso a los bienes intermedios vanguardistas y

tienen la misma tecnología de producción de bienes finales —excepto para los niveles de productividad exógena y las dotaciones de mano de obra—, en un estado estacionario ellos presentan diferencias en los niveles pero no así en los índices de crecimiento. La tasa de crecimiento común y estable en estado estacionario es así igual a la tasa de crecimiento del conocimiento tecnológico en  $B$ , porque  $Y$ ,  $X$ ,  $R$  y  $C$  son múltiplos constantes  $Q$ . A través de la ecuación de Euler (8), las tasas de interés del estado estacionario,  $r^*$  ( $=r_S^* = r_B^*$ ), son también igualados entre países.

La tasa de crecimiento común y estable en estado estacionario representado por  $g^*$  ( $=g_S^* = g_B^*$ ) es la siguiente:

$$g^* = \hat{Q}^* = \hat{Y}^* = \hat{X}^* = \hat{R}^* = \hat{C}^* = \hat{c}^* = \frac{1}{\theta} \left[ \left( 1 - \tau_K \right) r^* - \rho \right] \quad (12)$$

resultando en niveles constantes de estado estacionario del desfase del conocimiento tecnológico entre  $B$  y  $S$ . Es más, mientras la convergencia completa en lo concerniente a la disponibilidad del conocimiento tecnológico sea inmediata a la creación de la UM (efecto de nivelación), puede que los niveles nacionales no converjan totalmente; es decir,  $\tilde{Q}$ , que permanece constante en el estado estacionario, puede que se mantenga por debajo de uno.

Claramente, la I+D dirige el crecimiento endógeno en el estado estacionario. Y la intensidad de dicha fuerza conductora es a su vez influida por la Unión. Para observar los efectos del estado estacionario de la UM debemos analizar  $g^*$  con más detalle. Para ello, como  $g^*$  resulta directamente de interactuar  $r^*$  con la ecuación de Euler, nos bastará con comparar el índice de interés del estado estacionario:

$$r^* = \left\{ \left( 1 - \tau_K \right) + \theta \left[ q^{(1-\alpha)\alpha^{-1}} - 1 \right] \right\}^{-1} \left\{ \theta \beta_S \zeta_S^{-1} f(\tilde{Q})^{-\sigma+\tilde{\alpha}} \tilde{Q} \left( \frac{z_{X,S}}{1-z_{r,S}} \right) (1-\alpha)^{\alpha^{-1}} \left[ L_S (A_S p_S^*)^{\alpha^{-1}} + L_B (A_B p_B^*)^{\alpha^{-1}} \right] \left[ q^{(1-\alpha)\alpha^{-1}} - 1 \right] + \rho \right\} \quad (13)$$

fórmula obtenida gracias al establecimiento del índice de crecimiento de consumo en (8) igual al índice de crecimiento tecnológico de  $B$  en (11), con el que prevalecería en un estado estacionario anterior  $r$  a la UM.

El primer modo en que la UM influye sobre el crecimiento en el estado estacionario es mediante el efecto positivo de recuperación sobre las probabilidades de imitación fructífera. Las ventajas del atraso sólo se obtienen en el contexto de la UM (o de forma alternativa según el comercio).

A través del efecto de retroalimentación descrito anteriormente, las probabilidades de innovación fructífera se ven igualmente afectadas y del mismo modo el índice de crecimiento en estado estacionario— véanse ecuaciones (10) y (11).

El segundo modo en que la UM influye sobre dicho crecimiento es mediante los efectos positivos de derrame o desbordamiento (*spillover*<sup>7</sup>) de  $B$  a  $S$ . Cada innovación producida en  $B$  tiende a bajar el coste de imitación de  $S$ , porque con cada mejora de la barrera del conocimiento tecnológico se refuerzan las ventajas derivadas del atraso.

El tercer modo se aprecia en el efecto positivo surgido de la ampliación del mercado que promueve las actividades en I+D, afectando así a la rentabilidad respectiva.

<sup>7</sup> Spillover: efecto indirecto que expresa la capacidad de incrementar los rendimientos de una inversión como consecuencia de la realización por otro de una inversión semejante.

La cuarta vía —de contrapeso— se encuentra en el margen de beneficios de la competencia monopolística. El monopolista en  $B$  pierde beneficios al ingresar en la UM: el margen de beneficios medio entre el primer y el tercer caso en el cuadro nº 1 es más pequeño que  $q$ , que representa el margen de beneficios anterior a la UM. Esto se explica gracias a la protección frente a la competencia internacional de la que disfrutaban los innovadores que tienen éxito en un momento anterior a la UM. Una vez dentro de ésta y resultando la imitación rentable, los márgenes de beneficio en  $B$  se reducen, lo cual desalienta las actividades en I+D.

La quinta vía —igualmente de contrapeso— a través de la cual la UM afecta el crecimiento en estado estacionario es que las empresas en  $S$  tienen que soportar ahora el coste de I+D de los bienes intermedios líderes, posiblemente algunos niveles de calidad por encima (y por tanto más complejos) de su propio nivel de experiencia, antes de la Unión.

El efecto de la UM sobre la tasa de crecimiento en estado estacionario resulta por tanto ambiguo. Sin embargo, las estáticas comparativas de la tasa de interés del estado estacionario  $r^*$  en (13) —o de forma alternativa de  $g^*$ — no se encuentran afectadas por dicha ambigüedad porque los cambios informados se refieren al estado estacionario dentro de la Unión. La tasa de interés del estado estacionario ( $r^*$ ) o la tasa de crecimiento común y estable en estado estacionario ( $g^*$ ) se ven afectados por los niveles de parámetros y variables exógenas, lo cual está de acuerdo con los modelos de crecimiento endógeno.

Concretamente, los niveles exógenos de productividad de ambos países ( $A_N$  y  $A_S$ ) y los parámetros de la tecnología en I+D ( $\beta_S$  y

$\zeta_S^{-1}$ ) mejoran la tasa de crecimiento común a través de su efecto positivo sobre la rentabilidad del I+D. El impacto sobre el crecimiento en estado estacionario de un aumento en las subvenciones hacia la producción de bienes intermedios en  $S$ ,  $Z_{x,S}$ , resulta de la combinación de los típicos efectos de I+D schumpeterianos: lo que implica un menor coste marginal efectivo de la producción para los productores de bienes intermedios en  $S$ , fomentando así un I+D imitativo y un I+D innovador (efecto retroalimentación).

#### 4. CONCLUSIONES

El principal objetivo de este artículo consiste en analizar si existen motivos razonables para considerar ciertas clases de gastos públicos (concretamente los incentivos para I+D) como excepciones, en lo concerniente a la aplicación de las normas del PEC y a la posible diferenciación de normas fiscales entre los distintos Estados miembros.

Para ello se ha desarrollado un modelo de crecimiento de equilibrio general dinámico con dos países miembros de una UM. El crecimiento es restringido por un I+D schumpeteriano aplicado a bienes intermedios que complementan la mano de obra de cada país. En este contexto, se analiza los efectos de una intervención del gobierno por medio de subvenciones (directas o indirectas) a actividades en I+D y se comparan con una situación de no intervención gubernamental.

En este modelo se pone de manifiesto los siguientes resultados:

— Existe un efecto de nivelación cuando se crea la UM, lo que mejora los re-

cursos disponibles para el consumo e investigación en el país menos desarrollado.

- Estos recursos tienen efectos de retroalimentación sobre el otro país, afectando a la fuerza endógena de crecimiento dentro de la UM, que es la actividad innovadora de I+D.
- A pesar de esto, comparando la situación anterior a la UM con la posterior, los efectos sobre la tasa de crecimiento general resultan un tanto ambiguos.
- En el contexto de la UM, los niveles exógenos de ambos países de productividad y parámetros de tecnología en I+D mejoran el índice de crecimien-

to común a través de su efecto positivo sobre la rentabilidad del I+D.

- De modo similar, un aumento en las subvenciones directas o indirectas al I+D aumentan igualmente la tasa de crecimiento común.

El último resultado sugiere la pertinencia de considerar excepciones al cuadro europeo de puesta en marcha de la disciplina fiscal, muy especialmente en los gastos que permiten destinar más recursos a actividades de I+D. Concretamente, se aplicaría, con restricciones temporales, a las medidas tomadas por países pequeños y menos desarrollados, alcanzándose posiblemente así una cohesión económica más rápida y sostenida.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACEMOGLU, D. Y ZILIBOTTI, F. (2001): «Productivity differences». *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, issue 2: 563-606.
- AFONSO, O. (2008): «The impact of government on wage inequality without scale effects». *Economic Modelling*, vol. 25, issue 2: 351-362.
- AFONSO, O. Y ALVES, R.H. (2007): «Endogenous Growth and European Fiscal Rules». *Applied Economics*, vol. 25, issue 7: 849-858.
- AFONSO, O. Y VASCONCELOS, P.B. (2007): «Re-examining International Technological-Knowledge Diffusion», *International Economic Journal*, vol. 21, issue 2: 279-296.
- AGHION, P. Y HOWITT, P. (1992): «A Model of Growth Through creative Destruction». *Econometrica*, vol. 60, issue 2: 323-352.
- ALVES, R.H. Y AFONSO, O. (2008): «Evaluación de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: ¿nuevo y mejor? *Ekonomiaz* n.º 67. 393-409.
- BALDWIN, R. Y WYPLOSZ, C. (2004): «*The Economics of the European Union*» McGraw Hill, Berkshire.
- BARRO, R. Y SALA-I-MARTIN, X. (1997): «Technological diffusion, convergence, and growth». *Journal of Economic Growth*, vol.2, issue 1: 1-26.
- 2004: «*Economic Growth*» 2<sup>nd</sup> Edt. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- BEGG, I.; BUTI, M.; WEALE, M.; ENDERLEIN, H. Y SCHELKLE, W. (2004): «Symposium Reforming Fiscal Policy Co-ordination under EMU: What Should Become of the Stability and Growth Pact». *Journal of Common Market Studies*, vol. 42, issue 5: 1023-59.
- BERGER, P. (1993): «Explicit and implicit tax effects of the R&D tax credit». *Journal of Accounting Research*, vol. 31: 131-171.
- BUITER, W.; CORSETTI, G. Y ROUBINI, N. (1993): «Excessive Deficits – Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht». *Economic Policy*, vol. 16, Blackwell Publishers.
- BUTI, M.; EIJJINGER, S. Y FRANCO, D. (2005): «The Stability Pact Pains: A Forward-Looking Assessment of the Reform Debate». CEPR Discussion Paper 5216.
- CASELLA, A. (1999): «Tradable Deficits Permits: Efficient Implementation of the Stability Pact in the European Monetary Union». *Economic Policy*, vol. 29: 323-361.
- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (2001): «The Contribution of Public Finances to Growth and Employment: Improving Quality and Sustainability». Report from the Commission and the (ECOFIN) Council to the European Council (Stockholm, 23/24 2001), 6997/1, Brussels, 12, March.
- CREEL, J. (2003): «Ranking Fiscal Policy Rules: the Golden Rule of Public Finance versus the Stability and Growth Pact». *Documents de Travail de l'OFCE 2003-04*, Observatoire Français des Conjonctures Économiques, July.
- DE GRAUWE, P. (2005): «*The Economics of Monetary Integration*» Oxford University Press, 6<sup>th</sup> edition.
- DINOPOULOS, E. Y SEGERSTROM, P. (2006): «A theory of North-South trade and globalisation». Mimeo, Stockholm School of Economics and CEPR. Disponible en <http://web.hhs.se/personal/Segerstrom/Globaliz.pdf>
- EUROPEAN COUNCIL (2005): «Presidency Conclusions, European Council Brussels». Concl 1, 7619/1/05. [http://ue.eu.int/ueDocs/cms\\_Data/doc/pressData/en/ec/84335.pdf](http://ue.eu.int/ueDocs/cms_Data/doc/pressData/en/ec/84335.pdf)
- GANCIA, G. A. Y ZILIBOTTI, F. (2005): «Horizontal innovation in the theory of growth and development», en PHILIPPE AGHION Y STEVE DURLAUF (eds.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, vol. 1, chapter 3: 111-170, Elsevier.
- GOOLSBEE, A. (1998): «Does Government R&D policy mainly benefit scientists and engineers?» *American Economic Review*, vol. 88: 298-302.
- GROSSMAN, G. Y HELPMAN, E. (1991): «*Innovation and growth in the global economy*» Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- JONES, C. (1995): «R&D-based models of economic growth». *Journal of Political Economy*, vol. 103: 759-784.
- PISANI-FERRY, J. (2004): «Reforming the SGP: Does it matter? What should be done?» en ROGER LIDDLE Y MARIA JOÃO RODRIGUES, (eds.), *Economic Reform in Europe - Priorities for the next five years*, Policy Network.



ROMER, P. (1990): «Endogenous technological change». *Journal of Political Economy*, vol. 98, issue 5, October: S71-S102.

RUBIO, O. Y FIGUERAS, D. (1998): *Federalismo y Unión Monetaria en Europa*. Instituto de Estudios Fiscales, P.T. 10/98.

WYPLOSZ, C. (2005): «Fiscal Policy Institutions versus Rules». *National Institute Economic Review*, 191: 70-84.

---

# *Comportamiento presupuestario y crecimiento económico en los países de la Unión Europea, 1984-2003*

370

El trabajo expone, en primer lugar, los argumentos con los que se defiende la necesidad de reducir la actividad presupuestaria del Estado y de minimizar el déficit fiscal conforme al consenso institucionalizado en el Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Después analiza la evolución de las principales variables presupuestarias en las economías de la Unión Europea y establece una tipología de países conforme a la dimensión de su actividad presupuestaria. En tercer lugar realiza tres aproximaciones a la evidencia empírica desde las que se argumenta la gran dificultad de establecer algún tipo de relación causal entre la evolución de las variables fiscales o el tamaño de la actividad presupuestaria y el crecimiento económico de los países europeos en el intervalo 1984-2003. Finalmente, se presentan las conclusiones del análisis.

*Lan honek, lehendabizi, Maastricht-eko Itunean zein Egonkortasunerako eta Hazkunderako Itunean instituzionalizatutako kontsentsuari jarraiki, Estatuaren aurrekontu-jarduera murriztu egin behar dela eta defizit fiskalak ahalik eta txikiena izan behar duela defendatzeko baliatzen diren argudioak azaltzen ditu. Ondoren, aurrekontu-aldagai nagusiek Europar Batasuneko ekonomietan izandako bilakaera azertu, eta herrialdeen tipologia ezartzen du, bakoitzaren aurrekontu-jarduera zenbatekoa den kontuan izanda. Hirugarrenik, ebidentzia enpirikoak hiru ikuspegitatik azertu, eta argudiatzen du oso zaila dela nolabaiteko kausa-harremana ezartzea Europako herrialdeetan 1984-2003 urte bitartean aldagai fiskalek izandako bilakaeraren eta aurrekontu-jardueraren tamainaren eta hazkunde ekonomikoaren artean. Azkenik, azterketaren ondorioak azaltzen ditu.*

This paper starts off explaining the arguments put forward to defend the need to reduce the State's budgetary activity and minimize fiscal deficit in accordance with the institutionalized consensus reached under the Maastricht Treaty and the Stability and Growth Pact. Secondly, it sheds light on the evolution of the main budgetary variables of the European Union economies and develops a typology of countries based on their degree of budgetary activity. Thirdly, it offers three approaches to the empirical evidence that is being used to explain that it is very difficult to establish any kind of causal relation between the evolution of fiscal variables or the degree of budgetary activity and the economic growth experienced by European countries during 1984 and 2003. Finally, it describes the conclusions drawn from the study.

## ÍNDICE

### Introducción

1. Modificación radical de la estrategia presupuestaria
2. La actividad presupuestaria en el intervalo 1984-2003
3. Clasificación de países según el tamaño de la actividad presupuestaria
4. Actividad presupuestaria y crecimiento: tres aproximaciones
5. Conclusiones

### Referencias bibliográficas

Palabras clave: presupuesto, déficit fiscal, gasto público, ingresos públicos, crecimiento económico, economías europeas.

Keywords: budget, fiscal deficit, government expenditure, public income, economic growth, European economies.

N.º de clasificación JEL: E62, H20, H50, H61, H62, H63.

## INTRODUCCIÓN

En los años setenta comenzó a romperse el compromiso político de los gobiernos europeos con el crecimiento económico, el pleno empleo y la satisfacción de ciertas demandas sociales, basado en la ejecución de políticas presupuestarias activas de ingresos y gastos públicos<sup>1</sup>. Pero no será hasta finales de los años ochenta cuando se forje un nuevo consenso presupuestario entre los gobiernos europeos, que se consolida institucionalmente en 1992 con la firma del Tratado de Maastricht y, después, en 1997, con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). El camino hacia la moneda común y posteriormente la zona euro se asienta en la

convergencia nominal de las economías, mediante la estabilidad monetaria (menores precios y tipos de interés) y presupuestaria (menores déficit y deuda pública).

El trabajo expone, en primer lugar, los argumentos con los que se defiende la necesidad de reducir la actividad presupuestaria del Estado y de minimizar el déficit fiscal conforme al consenso institucionalizado en Maastricht y el PEC. Después analiza la evolución de las principales variables presupuestarias en las economías de la Unión Europea y establece una tipología de países conforme a la dimensión de su actividad presupuestaria. En tercer lugar, realiza tres aproximaciones a la evidencia empírica a partir de las que se argumenta la gran dificultad de establecer algún tipo de relación causal entre la evolución de las variables fiscales o el tamaño de la actividad presupuestaria y el crecimiento económico de los países europeos en el intervalo 1984-2003. Finalmente, se presentan las conclusiones del análisis.

\* La autora agradece las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores en el proceso de revisión del artículo.

<sup>1</sup> Véase E. Palazuelos (2006, pp. 10 -12) sobre las funciones ejercidas por los poderes públicos reflejando ese compromiso político en el tramo ascendente del ciclo económico de largo plazo iniciado después de la Segunda Guerra Mundial.

## 1. MODIFICACIÓN RADICAL DE LA ESTRATEGIA PRESUPUESTARIA

El cuestionamiento del consenso vigente durante la «edad de oro», en los años cincuenta y sesenta del siglo XX, no consiste en una crítica razonada a errores específicos que se cometen en la aplicación de las políticas tributarias, o en la asignación y gestión de ciertos gastos, o bien cuando se incurre en déficit fiscales cuya magnitud los hace inmanejables y generan dinámicas de sobreendeudamiento. El cuestionamiento adopta un tono categórico y pretende tener un alcance general, ya que alude a las desventajas que —más allá de un mínimo indispensable— se derivan de la intervención gubernamental en la economía.

### 1.1. El ataque al «mito keynesiano» y su sustitución por nuevos mitos

En los años setenta, las economías europeas estaban sometidas a las condiciones de *estanflación*, combinando un bajo crecimiento económico con altas tasas de inflación. Las causas que determinaban esas condiciones se explicaban de forma distinta por las diversas tradiciones de pensamiento económico, pero, al margen de disputas interpretativas, era un hecho la incapacidad que mostraban los gobiernos para hacer frente a la *estanflación*. Esa incapacidad fue utilizada por ciertas escuelas de economistas para relacionar los desfavorables resultados macroeconómicos con las políticas económicas basadas en un activo intervencionismo estatal que llevaban aplicándose más de dos décadas. Olvidando que esas políticas habían sido un factor relevante durante la «edad de oro» de las economías europeas, esas escuelas sólo estaban interesadas en vincular tales políticas con el

adverso contexto económico de los años setenta. De ese modo, junto a los dirigentes de los países árabes exportadores de petróleo y los sindicatos que defendían las retribuciones salariales reales, los gobiernos fueron acusados de ser los responsables de la situación. Según esa crítica, los salarios y el déficit público eran las variables internas que perturbaban el desenvolvimiento de las economías europeas.

Ante lo que era una evidente crisis de confianza, originada por la inoperancia de los gobiernos para afrontar aquellas condiciones adversas, se introdujo un planteamiento a favor de eliminar los requisitos que limitaban la actuación de los empresarios y de reducir al mínimo la presencia del Estado en la economía. Se conformó así un cuerpo doctrinal que acogía desde las tesis de la escuela sobre la *Public Choice*, a otras tomadas de la escuela monetarista de Friedman y otras surgidas para el debate de los setenta, como el institucionalismo de Olson o el cuestionamiento de los reguladores públicos a cargo de Georges Stigler. A la vez, diversos trabajos empíricos cuestionaban la viabilidad de la política fiscal (Stein, 1969) debido a la existencia de retrasos en su aplicación y en el impacto de las medidas fiscales, o bien la neutralización del efecto potencial de la acción fiscal planteada por la «equivalencia ricardiana» (Barro, 1974), o bien episodios de algunos países que probaban el efecto expansivo de una contracción fiscal, o el carácter asimétrico del uso de los instrumentos fiscales, defendido por la propia *Public Choice* (Tanzi, 2004).

Al mismo tiempo, las cuentas públicas suministraban ingredientes para que el cóctel contra el «mito keynesiano» no fuera difícil de agitar. El gasto público (GP) crecía más que el ingreso desde los años sesenta

y el diferencial aumentó durante la siguiente década, en la medida en que se acentuaban los compromisos de gasto para atender a los grupos sociales y a las empresas afectadas por la crisis económica, y los ingresos se resentían de la desaceleración que sufrían las rentas nacionales, los beneficios de las empresas y la circulación comercial. En los países de Europa Occidental, la media del gasto público con respecto al PIB se elevó desde el 34% en 1960-67 al 37% en 1968-73 y al 44% en 1974-79, mientras que la media del ingreso lo hizo desde el 33% al 41%. En consecuencia, el déficit medio pasó del 1% a superar el 3% al final de esa década<sup>2</sup>.

La conexión entre el comportamiento de las cuentas públicas y el contexto *estanflacionista* otorgó patente de credibilidad a teorías que defendían, por ejemplo, que el gasto público siempre es menos eficaz que el gasto de los agentes privados, o bien que el gasto público perturba de forma negativa a la economía (bajo el supuesto de que ésta por sí misma funciona de forma equilibrada y eficiente); o bien que el gasto del gobierno está sometido a presiones de grupos de interés, sin considerar que lo contrario (promover la abstención del Estado en determinadas actividades) también está sujeto al interés de determinados grupos empresariales.

La tradición neoclásica atribuye a la economía real su concepción de un mercado perfecto en el que la intervención del gobierno es innecesaria, salvo para garantizar la libre actuación de los agentes privados. Y aunque se constata que la economía real difiere y se opone en múltiples aspectos a esa concepción del mercado ideal, no obstante, se mantiene la conclusión de que la

intervención estatal resulta nociva para la economía. En consecuencia, se abandona por completo el papel del Estado como impulsor de la dinámica económica y se subrayan los efectos negativos de una menor presencia pública sobre las condiciones sociales y económicas (los llamados «fallos del Estado»).

La crítica al «exceso» de gasto público se complementa por la correspondiente crítica a la recaudación de impuestos y otras formas de financiar el gasto público. Si los ingresos se obtienen de los impuestos directos a las empresas y hogares, se apela a los problemas que ocasiona la acción gubernamental sobre la asignación de los recursos y a la distorsión de los mercados debida a las perturbaciones que sufren las decisiones de los agentes privados, a lo que se suma el perjuicio causado al ahorro, a la inversión y el empleo. Si la financiación se realiza a través del acceso al crédito se alude al efecto *crowding-out*, donde el gobierno disputa ese crédito con el sector privado, en perjuicio de éste, provocando el alza indeseable de los tipos de interés. Si la financiación procede del endeudamiento con el banco central, de ello se derivan tensiones inflacionistas merced a las distintas vías posibles que ensanchan la oferta monetaria<sup>3</sup>.

Esos argumentos económicos no consideran el incremento de renta que se deriva de los efectos expansivos del gasto público en el conjunto de la demanda agregada, lo que obligaría a realizar un análisis más complejo y dinámico de esos efectos sobre la inversión y el ahorro del sector privado, o sobre el crédito bancario, los tipos de inte-

<sup>3</sup> Véase Paul Krugman (1994) sobre los argumentos usados por las corrientes más conservadoras desde los años setenta para justificar su rechazo a la intervención pública en la vida económica.

<sup>2</sup> Fuente: OCDE, Historical Statistical, varios años.

rés y los precios. Si se considerase esta perspectiva, los posibles costes de desplazamiento de los recursos privados y de la financiación tendrían que confrontarse con las posibles ventajas que se puede generar en el conjunto de la dinámica económica y, por tanto, hacia los agentes privados en un horizonte temporal adecuado.

En los años noventa surgió una línea de argumentación que recurría al empleo de modelos econométricos. Grier y Tullock (1989) concluyen que cada punto de incremento del gasto público con respecto al PIB supone una caída de casi 0,4 puntos en el PIB. Barro (1990) «encuentra» una función cuadrática donde la relación entre el gasto público y el crecimiento toma la forma de una U invertida, de modo que a partir de un punto determinado (superado por las economías europeas) el aumento del gasto frena el crecimiento; Barro (1991) pronostica un decremento del 0,13 puntos del PIB per cápita por cada punto porcentual de incremento del consumo público sobre el PIB<sup>4</sup>. La lista de pronósticos podría ocupar un gran número de páginas, pues la literatura que abanderan los *papers* del FMI, la OCDE, el Banco Central Europeo o el Comité de Asuntos Económico Financieros de la UE prolifera en revistas como *Journal of Monetary Economics*, *Journal of Political Economy*, *Public Finance Review*, *Quarterly Journal of Economics*, *European*

---

<sup>4</sup> Fölster y Henrekson (2001) calculan que cada incremento de 10 puntos en el porcentaje del gasto público sobre el PIB origina un descenso de 0,7-0,8 puntos en la tasa de crecimiento del PIB, y el propio Henrekson con Hansson (1994) estiman que el aumento de 10 puntos de la ratio gasto público /PIB provoca una caída de 0,92 puntos en la productividad total de los factores y si el incremento se refiere solo al gasto público en consumo entonces la caída es de 1,4 puntos. Bassanini y Scarpetta (2001) obtienen que cada punto de incremento de la presión fiscal reduce en 0,3 puntos el PIB per cápita y en 0,6-0,7 puntos la inversión.

*Economic Review*, *Public Choice*, *Journal of Public Policy*.

La pregunta inmediata que surge es ¿cómo se puede aislar un vínculo directo entre la evolución del gasto público y el crecimiento de la economía? En este tema, cualquier restricción del tipo *ceteris paribus* resulta absolutamente contraindicada, puesto que son muchas y de muy diversa índole las variables económicas que simultáneamente experimentan cambios. De modo que parece simplista suponer que hay alguna forma de establecer una relación de causalidad entre la evolución del gasto público y la del PIB<sup>5</sup>. Más si esa presunta causalidad se establece mediante el diseño y estimación de modelos econométricos cuyos protocolos técnicos exigen que se tenga en cuenta el carácter estocástico y, por tanto, el cálculo de probabilidad de los errores que contienen los valores de los parámetros obtenidos. Siendo así, la apariencia de rigor con que se pretende envolver la «finura» de mediciones como las mencionadas no es más que una exhibición de recursos técnicos convertidos en justificaciones contra cualquier actividad presupuestaria de los gobiernos que no se base en las premisas del minimalismo del sector público<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Cabe señalar, además, el sesgo que habitualmente introducen estos autores en los casos en los que se observa una evolución inversa entre el crecimiento y el gasto público, interpretando que la desaceleración de aquél es una consecuencia del incremento de éste. Así sucede, por ejemplo, durante las recesiones: en bastantes países europeos, la caída de la tasa de crecimiento va acompañada de un mayor gasto público que intenta paliar los efectos de dicha caída. Pero en modo alguno cabe interpretar que dicho aumento del gasto es la causa del menor crecimiento económico.

<sup>6</sup> De hecho, hay otros estudios que utilizando los mismos instrumentos cuantitativos no han encontrado esas evidencias empíricas, o incluso llegan a conclusiones contrarias acerca de que la relación entre crecimiento y actividad del sector público sea estadísticamente significativa. Por ejemplo, véase: La Porta, *et al.*,

## 1.2. El consenso presupuestario de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El Tratado de Maastricht, aprobado en 1992, estableció las condiciones que debían cumplir los Estados miembros de la Unión Europea para vincularse a la moneda única, exigiendo para ello la contracción de las variables monetarias y fiscales con vistas a crear una zona de estabilidad económica que otorgase credibilidad y consistencia al futuro euro. Los requisitos de entrada se cuantificaron de manera precisa en los criterios de convergencia que pretendían: a) la estabilidad de los precios, cifrada en un diferencial de inflación máximo del 1,5% de la media de los tres países con menor inflación; b) la estabilidad de los tipos de interés, medida por un diferencial máximo permitido a los tipos nominales a largo plazo del 2% respecto a la media de los tipos existentes en los tres países de menor inflación; c) el saneamiento de las cuentas públicas, especificado en los topes del 3% del PIB para el déficit y del 60% del PIB para la deuda bruta; y d) la estabilidad de los tipos de cambio, avalada por la pertenencia al Sistema Monetario Europeo (SME) y por abstenerse de devaluar la moneda en los dos años precedentes.

El cumplimiento de esas condiciones se convirtió en la guía de las políticas económicas durante los años siguientes, de modo que las economías europeas concentraron sus esfuerzos en luchar contra la inflación, contener los tipos de interés y reducir el déficit público. En cambio, se concedió mucha laxitud al cumplimiento de la exigencia que afectaba a la deuda pública

y, más aún, a los tipos de cambio ya que la crisis del SME de 1993 se solventó con la ampliación de la banda de fluctuación hasta  $\pm 15\%$ , que en la práctica era tanto como aceptar un sistema de libre flotación.

En marzo de 1998, la Comisión Europea presentó un informe de evaluación del que se desprende que la mayoría de los países cumplían los dos requisitos que en la práctica se habían convertido en los criterios de entrada, es decir, la contención de los precios y la disminución del déficit fiscal. Incluso el Reino Unido, Dinamarca y Suecia, los tres países que habían decidido autoexcluirse del proyecto de la moneda única, se acercaban al cumplimiento de ambos objetivos. Los otros doce candidatos (Grecia con cierto retraso) conseguían superar la prueba y ponían en marcha los procedimientos institucionales para transferir las competencias de política monetaria al Banco Central Europeo, convertido desde entonces en la única autoridad reguladora de dicha materia. De hecho, ya el Tratado de Maastricht había colocado la estabilidad de precios como objetivo prioritario para crear la eurozona, entendiéndose que con ello se evitaban las fluctuaciones de la actividad económica y se generaba el clima de confianza que favorecía el dinamismo del sector privado, considerando a éste como el único capaz de generar crecimiento económico. Ahora bien, para que el BCE pudiera llevar a cabo la política monetaria de manera efectiva, no sólo en el momento de crear el euro sino con posterioridad, se tenía que evitar cualquier interferencia de las actividades fiscales cuyo manejo seguía siendo discrecional de los Estados miembros.

En esa disyuntiva fue cuando surgió, en 1997, el PEC como fórmula explícita para lograr la disciplina presupuestaria a la que se sometían los países de la Unión Moneta-

---

1999; Auerbach, 2002; Agell, Ohlsson y Thoursie, 2006; Lehment, 2002, y una revisión de la literatura sobre el tema en Hemming, Kell y Mahfouz, 2002.

ria<sup>7</sup>. El rigor impuesto a las finanzas públicas era significativo ya que se definía un horizonte a medio y largo plazo en el que todos los países tenían que alcanzar el equilibrio presupuestario o un ligero superávit. Para facilitar el camino en esa dirección se reforzó el compromiso de Maastricht de no superar a corto plazo los valores máximos de referencia del déficit y la deuda, a la vez que se incorporaron diversos procedimientos para delimitar el cumplimiento de los acuerdos y la aplicación de sanciones.

El marco fiscal que institucionalizaba el PEC se configuró en un contexto de cierta bonanza económica en el que las principales potencias europeas centraban sus preocupaciones en contener la inflación y dotar a la moneda común que nacía de credibilidad en los mercados internacionales. En ese contexto, la consolidación de las cuentas públicas se consideraba un objetivo adecuado y factible. Sin embargo, años después cuando el ciclo económico cambió de fase resultó obligado afrontar la revisión de los acuerdos adoptados. Por un lado, en plena fase recesiva, se produce la ralentización significativa de las tasas de crecimiento en la mayoría de los países del área, a pesar de haber alcanzado resultados favorables en la armonización monetaria, la disciplina fiscal y la estabilidad de precios. Por otro lado, países muy relevantes, como Alemania, Francia e Italia, rebasan los niveles permitidos del déficit y plantean la necesidad de realizar una interpretación más flexible de la medición del déficit y de la aplicación de los procedimientos de sanción previstos. A todo ello se añade que internacionalmente han remitido las tensiones inflacionistas, lo que invita a reconsiderar la insistencia en dar priori-

dad al control de los precios. En definitiva, los cambios observados en el contexto de estos últimos años afectan al enfoque de la situación y están alterando la ordenación de los problemas a resolver, lo que favorece a las posiciones proclives a incorporar reformas. No obstante, cabe señalar que los cambios introducidos hasta ahora son meras cuestiones de matiz, que no pretenden abandonar la posición dominante a favor de una férrea disciplina fiscal, sino tan solo facilitar su cumplimiento en momentos de fase cíclica descendente. Para ello se aceptan ciertas medidas compatibles con esa visión, como la «regla de oro», según la cual se admitiría que el déficit superase el umbral establecido hasta igualar el nivel de la inversión pública sobre el PIB y que se justifica por el efecto positivo sobre el crecimiento de la parte del gasto público dedicada a formación de capital.

## **2. LA ACTIVIDAD PRESUPUESTARIA EN EL INTERVALO 1984-2003**

### **2.1. Inercias presupuestarias del período 1984-1993**

Durante la fase expansionista de los años ochenta (1984-90)<sup>8</sup>, en la mayoría de los países europeos el gasto público crece a una tasa media inferior a la que registra el PIB, mostrando la influencia que ya en esos años ejercen las propuestas favorables a la reducción de la actividad presupuestaria del gobierno. Las excepciones corren a cargo de España, Italia, Portugal y Finlandia, donde la ratio gasto público respecto al PIB (GP/PIB) se eleva entre tres y cinco puntos porcentuales, y sobre todo de Gre-

---

<sup>7</sup> Véase European Commission 2005, p. 81.

<sup>8</sup> Véase en Palazuelos (2006) el análisis de las fases cíclicas desde mediados del siglo XX.



cia, donde aumenta en diez puntos (cuadro n.º 1)<sup>9</sup>. Sin embargo, durante la recesión (1991-93) el gasto vuelve a crecer más que el PIB en todos los países. No obstante, el alza de la ratio muestra grandes diferencias que van desde los dos puntos ganados en Irlanda o Bélgica, a los once de Suecia y los quince de Finlandia. Esa reacción alcista del gasto público pudo obedecer a una pluralidad de motivos, tales como la necesidad de atender a mayores demandas asistenciales (desempleados y otros grupos afectados por la recesión), la rigidez a la baja o la inercia de ciertos gastos, o la utilización del gasto como política anticíclica aplicada por ciertos gobiernos.

Al final del conjunto del periodo (1984-1993), el promedio simple de la ratio GP/PIB de la UE-14 se había incrementado en casi cuatro puntos hasta el 55%. Los mayores aumentos se registraban en Finlandia (19 puntos), Grecia y España (12-11 puntos), Suecia, Italia y Portugal (8-7 puntos); con suavidad aumentaban en Dinamarca, Austria, Francia y Alemania. Mientras que sólo en cuatro países se redujo la participación relativa del gasto público: pausadamente en Países Bajos y Reino Unido, y de forma brusca en Bélgica e Irlanda, con retrocesos de ocho y diez puntos.

Desde el punto de vista del ingreso público, el promedio de la ratio respecto al PIB de la UE-14 aumentó cerca de tres puntos hasta superar el 48%. Los incrementos fueron intensos en España y Finlan-

dia (9-10 puntos) y algo menos en Italia, Portugal, Grecia y Dinamarca (7-6 puntos), siendo más suaves en Austria y Alemania, mientras que en Suecia y Francia apenas se produjeron variaciones. Los retrocesos se localizaban en los mismos países que en el caso del gasto, con descensos suaves en Bélgica, Irlanda y Países Bajos, y de mayor envergadura en el Reino Unido (6 puntos), bajo los efectos de la política thatcheriana de signo marcadamente conservador.

Por tanto, salvo en estos cuatro países, la mayoría de los gobiernos mantenían políticas presupuestarias que no pueden calificarse como restrictivas y que en algunos casos eran marcadamente expansivas, aun teniendo en cuenta que soportaban fuertes pagos por intereses y que también recortaban algunas partidas de gasto (cuadro n.º 2). La orientación de esas políticas se reflejaba en la evolución del déficit y de la deuda pública. Para el promedio de la UE-14, la ratio déficit/PIB se incrementó en casi un punto, aproximándose al 7% al final del período, pero ese promedio incluía aumentos intensos del déficit en Finlandia (casi nueve puntos), Suecia, Reino Unido y Grecia (seis-cuatro puntos) y más suaves en Francia, Portugal, España e Italia, de manera que la ratio déficit /PIB de países como Grecia, Suecia e Italia superaba los dos dígitos, mientras que en Francia, España, Finlandia, Portugal y Reino Unido se situaba en el 7-8%. Por el contrario, el déficit se redujo en proporciones considerables en Irlanda y Bélgica, pese a lo cual en éste se mantuvo por encima del 7% del PIB, con reducciones más leves en Dinamarca, Austria y Países Bajos, cuya ratio era del 3-4%, un nivel similar al de Alemania donde apenas varió durante el periodo. Sólo cinco países presentaban déficit por debajo del 5% del PIB.

<sup>9</sup> Los datos empleados en el trabajo proceden de Annual-Macroeconomic Database (AMECO) del Directorate Generale for Economic and Financial Affairs of the European Commission (DGEFA), completada en algunos datos de Suecia, Irlanda, Grecia y España con la información del Outlook de la OCDE. No se ha considerado a Luxemburgo por las características fiscales y financieras específicas de este país; por tanto, el estudio se refiere a UE-14.

Cuadro n.º 1

**Peso del gasto público y del ingreso público en el PIB. 1983-2003**  
(en %)

	1983	1993	2003	Variación en puntos porcentuales				
				1984-2003	1984-1990	1991-1993	1994-2000	2001-2003
<b>%GP/PIB</b>								
Alemania	47,7	49,3	48,8	1,2	-3,2	4,8	-3,5	3,1
Austria	53,8	56,7	50,8	-3,0	-1,8	4,7	-5,3	-0,7
Bélgica	63,8	55,7	51,0	-12,8	-10,4	2,3	-6,4	1,7
Dinamarca	59,0	61,7	55,5	-3,5	-2,0	4,7	-7,5	1,4
España	38,1	49,3	39,7	1,6	5,3	6,0	-9,4	-0,2
Finlandia	45,0	64,2	51,0	5,9	3,5	15,6	-15,1	1,9
Francia	51,7	55,2	54,6	2,9	-1,0	4,5	-2,7	2,1
Grecia	40,4	52,0	48,1	7,7	9,8	1,8	0,1	-4,0
Irlanda	55,7	45,2	34,4	-21,3	-12,4	1,9	-13,2	2,5
Italia	50,0	57,7	49,3	-0,7	4,4	3,4	-10,8	2,4
Países Bajos	59,8	56,0	49,0	-10,8	-5,1	1,3	-10,7	3,8
Portugal	38,3	47,8	47,8	9,5	3,8	5,7	-2,6	2,6
Reino Unido	48,1	46,0	43,4	-4,7	-5,9	3,9	-8,6	6,0
Suecia	67,0	73,0	58,7	-8,3	-5,2	11,3	-15,7	1,3
<b>%IP/PIB</b>								
Alemania	44,7	46,1	45,0	0,3	-2,2	3,7	0,9	-2,1
Austria	49,5	52,5	49,5	0,0	0,1	2,9	-2,8	-0,2
Bélgica	49,0	48,3	51,3	2,3	-2,4	1,7	1,2	1,9
Dinamarca	52,6	58,9	56,6	4,0	3,4	2,9	-2,1	-0,2
España	33,6	42,4	40,0	6,4	5,9	2,9	-3,3	0,9
Finlandia	46,6	56,9	53,3	6,7	7,4	2,9	-0,7	-2,9
Francia	49,0	49,3	50,4	1,4	-0,3	0,6	1,9	-0,8
Grecia	32,1	38,6	43,5	11,4	2,4	4,1	9,3	-4,4
Irlanda	43,6	42,4	34,6	-9,0	-3,1	1,9	-6,1	-1,7
Italia	39,7	47,4	46,3	6,7	2,9	4,8	-1,2	0,1
Países Bajos	54,3	53,2	45,8	-8,6	-4,9	3,8	-5,7	-1,7
Portugal	32,9	39,7	44,8	11,9	2,6	4,2	2,6	2,5
Reino Unido	44,6	38,1	40,0	-4,6	-4,1	-2,5	3,1	-1,2
Suecia	61,9	61,6	58,6	-3,3	3,2	-3,6	0,7	-3,3

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO.

Esta realidad se trasladaba al comportamiento de la deuda pública, si bien su evolución fue adquiriendo cierta autonomía debido a que las decisiones de los gobiernos sobre su endeudamiento se hallaban

cada vez más constreñidas por la evolución de unos mercados financieros que inician en esos años un rápido proceso de internacionalización. Si se compara la magnitud de la deuda pública respecto del

Cuadro n.º 2

**Evolución de los componentes del gasto público\*. 1984-2003**

Variaciones de cada período (puntos porcentuales de la ratio GP/PIB)\*\*

	Gasto de consumo		Formación bruta de capital		Otros gastos de capital		Transferencias en especie		Transferencias monetarias		Subvenciones		Intereses	
	1984-1993	1994-2003	1984-1993	1994-2003	1984-1993	1994-2003	1984-1993	1994-2003	1984-1993	1994-2003	1984-1993	1994-2003	1984-1993	1994-2003
Alemania	-0,7	0,0	-1,3	0,1	-0,2	0,1	1,0	0,3	0,8	2,3	0,2	-0,5	0,3	-0,2
Austria	-0,2	0,3	-2,0	0,0	-0,6	0,0	1,1	-1,4	1,3	-0,3	0,2	-0,1	1,3	-1,0
Bélgica	-1,3	0,8	-1,8	0,1	-2,4	0,1	-0,6	0,8	-2,3	-0,8	-1,2	0,0	1,2	-5,6
Dinamarca	1,3	-1,4	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,9	1,5	2,9	-1,7	0,7	-0,5	-0,5	-4,5
España <sup>a</sup>	nd	0,3	nd	-1,2	nd	-1,2	nd	0,1	nd	-1,7	nd	0,1	nd	-2,7
Finlandia	2,4	-0,9	0,1	-0,4	-0,1	-0,4	3,0	-0,8	10,8	-6,9	0,1	-1,9	3,0	-2,3
Francia	0,8	-0,6	0,4	0,3	0,0	0,3	0,9	0,7	1,2	-0,1	-0,7	-0,3	1,0	-0,6
Grecia	nd	1,9	nd	0,9	nd	-1,5	nd	0,6	nd	3,2	nd	-0,3	nd	-6,8
Irlanda <sup>b</sup>	-0,9	-1,4	-1,6	1,6	-0,2	-0,2	0,1	-0,3	-1,7	-3,9	-0,8	-0,7	-3,2	-5,4
Italia	nd	-0,2	-0,8	0,0	0,2	0,1	nd	-0,1	1,8	0,2	-0,8	-0,9	4,9	-7,7
Países Bajos	-0,9	0,1	-0,2	0,6	-1,5	0,2	0,3	1,2	-2,8	-5,5	0,0	-0,7	0,5	-3,3
Portugal	0,2	2,1	0,0	-0,7	0,3	-0,6	5,0	2,0	2,2	3,0	-1,2	-0,9	2,3	-4,8
Reino Unido	-1,0	0,3	0,0	-0,6	-0,1	-0,4	0,0	1,3	1,9	-2,6	-0,7	-0,2	-1,8	-1,0
Suecia	nd	-0,1	nd	-0,7	nd	-2,5	nd	-0,1	nd	-4,4	nd	-2,9	nd	-3,4
														.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)  
**Evolución de los componentes del gasto público\*. 1984-2003**  
 (en % s/ PIB)\*\*

	Gasto de consumo		Formación bruta de capital		Otros gastos de capital		Transferencias en especie		Transferencias monetarias		Subvenciones		Intereses	
	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003
Alemania	10,4	9,7	2,8	1,5	1,5	1,6	11,1	11,3	17,4	19,7	1,9	1,4	3,3	3,1
Austria	10,3	10,6	3,2	1,2	2,0	2,0	12,3	10,9	19,1	18,7	3,3	3,2	4,2	3,2
Bélgica	9,9	10,7	2,1	1,6	1,2	1,3	13,6	14,4	17,1	16,2	1,6	1,6	11,1	5,4
Dinamarca	11,6	10,2	1,8	1,7	0,4	0,4	17,5	19,0	19,8	18,1	2,6	2,1	7,3	2,8
España <sup>a</sup>	8,9	9,2	3,7	3,6	2,5	1,3	10,1	10,2	13,9	12,2	1,1	1,1	5,2	2,5
Finlandia	11,4	10,4	2,9	3,0	0,6	0,2	15,1	14,3	23,9	17,0	3,3	1,3	4,5	2,1
Francia	12,0	11,4	3,5	3,2	0,8	1,0	14,1	14,8	18,5	18,4	1,7	1,3	3,5	3,0
Grecia	10,0	11,8	3,1	4,0	4,3	2,8	5,7	6,3	14,6	17,8	0,5	0,2	12,6	5,8
Irlanda	9,3	7,9	2,3	3,9	1,1	0,9	10,6	10,3	12,8	8,9	1,3	0,6	6,7	1,3
Italia	9,4	9,2	2,6	2,6	1,7	1,8	12,0	11,9	17,0	17,2	2,0	1,1	13,0	5,4
Países Bajos	13,1	13,2	3,0	3,6	0,3	0,5	12,7	14,0	17,8	12,3	2,1	1,4	6,2	2,9
Portugal	9,2	11,4	4,0	3,3	1,8	1,3	10,7	12,6	11,2	14,2	2,4	1,5	7,7	2,9
Reino Unido	10,5	10,7	2,3	1,7	1,2	0,9	11,5	12,9	16,1	13,5	0,8	0,6	3,1	2,1
Suecia	10,9	10,7	3,8	3,1	2,6	0,1	20,2	20,1	22,6	18,2	4,5	1,5	5,8	2,4

<sup>a</sup> El primer dato se refiere a 1995; <sup>b</sup> El primer dato se refiere a 1985.

\* Las partidas desagregadas que recoge el cuadro n.º 2 no suman el gasto total (cuadro n.º 1). Es así como figuran en la base AMECO, sin que dicha base aclare qué otras partidas (menores) no incluye. En muchos países ese «residuo» es de apenas unas décimas, pero en algún país, como Finlandia, Suecia y algún otro, supone dos puntos o más.

\*\* Los datos están redondeados al primer decimal, por lo que los datos de la parte superior del cuadro (referidos a la variación del período 1994-2003) pueden mostrar una leve desviación de ± una décima con respecto a los datos de 1993 y 2003 de la parte inferior del cuadro.

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO.

PIB en 1993 con la que existía diez años antes, la ratio sólo disminuyó en el Reino Unido, siete puntos, hasta colocarse en el 45%, manteniéndose estable (primero subiendo y luego bajando) en Irlanda. En los demás países la ratio aumentó de forma notable, con alzas de quince a veinte puntos en Austria, Países Bajos y Francia; más de 25 puntos en España y Bélgica, más de 40 en Finlandia, casi 50 en Italia y unos 70 puntos porcentuales en Grecia. Así, al final del periodo, la deuda pública suponía entre el 110 y 140% del PIB en Grecia, Italia y Bélgica; el 95% en Irlanda; el 70-80% en Suecia, Dinamarca y Países Bajos; alrededor del 60% en España, Austria, Portugal y Finlandia. Únicamente el Reino Unido, Alemania y Francia mantenían niveles de deuda más moderados, en torno al 45% del PIB.

## 2.2. La convulsión provocada por el Tratado de Maastricht: 1994-2003

Los acuerdos adoptados por la Unión Europea en 1992, fijando límites al déficit y la deuda pública, surgieron de la combinación de tres factores: la evaluación de los peligros que comportaba el desequilibrio fiscal que mostraban un buen número de países, las restricciones que implicaba la unificación de la política monetaria para crear la moneda única y el predominio de una ideología contraria a una presencia significativa de los poderes públicos en la economía. A partir de esa combinación de elementos nace la aspiración de homogeneizar y minimizar la actividad presupuestaria de los gobiernos, mediante los criterios de convergencia y posteriormente con las medidas disciplinarias acordadas en el PEC.

### a) Evolución de los agregados fiscales

En este contexto restrictivo, entre 1994 y 2003 el promedio de la ratio GP/PIB de la UE-14 experimentó una reducción superior a los seis puntos porcentuales para situarse por debajo del 49%. La contracción relativa del gasto tuvo un carácter generalizado y sólo Portugal mantuvo estable su ratio, en tanto que en Francia y Alemania apenas varió unas décimas. El descenso fue de tres a cuatro puntos en Reino Unido y Grecia, de seis a ocho puntos en Bélgica, Dinamarca, Austria, Italia y Países Bajos y más intenso en España, Irlanda Finlandia y Suecia, con descensos de 10 a 14 puntos porcentuales.

Por su parte, la ratio del ingreso público respecto al PIB (IP/PIB) de la UE-14 descendió más de un punto hasta los aledaños del 47%, sin alcanzar la misma unanimidad que el gasto. En siete países la ratio disminuyó de forma pausada, perdiendo de uno a tres puntos, mientras que en Países Bajos e Irlanda el descenso resultó abrupto, descendiendo entre siete y ocho puntos, tras los retrocesos registrados en el periodo anterior. Por el contrario, la proporción relativa del ingreso se eleva cinco puntos en Grecia y Portugal, añadiendo esa subida a la registrada en el período precedente; igualmente, la ratio sube varios puntos en Bélgica, Reino Unido y Francia.

Así pues, aunque menor que los propósitos planteados en Maastricht y el PEC, la UE-14 presenta unas pautas fiscales uniformes en lo referente a la contracción del gasto público y, en menor medida, al retroceso del ingreso público con respecto al PIB. Esa concordancia queda patente en una menor dispersión de las ratios GP/PIB y IP/PIB, de modo que comparando la desviación estándar de 2003 frente a la de

1983 en el caso del gasto disminuye de 9,1 a 6,3 y en el caso del ingreso lo hace de 8,6 a 6,7.

El efecto inmediato del cambio presupuestario promovido por Maastricht fue el rápido descenso del déficit fiscal. En promedio, en la UE-14 se redujo en más de cinco puntos hasta situarse en el 1,6% del PIB. A lo largo del período el déficit sólo aumentó, apenas unas décimas, en Alemania y Países Bajos. En cambio, el déficit descendió de uno a tres puntos en Austria, Francia e Irlanda; de cuatro a seis puntos en Dinamarca, Reino Unido y Portugal; y de siete a once puntos en Bélgica, España, Italia, Grecia, Finlandia y Suecia. Merced a ese gran cambio, en 2003 sólo Francia y Grecia tenían déficit públicos por encima del 4% del PIB, mientras que en otros cinco países (Alemania, Reino Unido, Países Bajos, Italia y Portugal) superaba el 3%. El resto de los países presentaba déficit reducidos (Austria, Suecia), superávit ligeros (Irlanda, Bélgica, España) e incluso elevados (de entre el 1% y el 2%) como Dinamarca y Finlandia.

Esa tendencia al equilibrio de las cuentas públicas redundó, aunque de forma parcial y no siempre inmediata, en la evolución de la deuda pública, de modo que su ratio respecto al PIB ha disminuido en la mayoría de los países. Las reducciones han sido enormes en Irlanda (sesenta puntos), Bélgica (casi cuarenta), Dinamarca (treinta) y Suecia y Países Bajos (más de veinte). La deuda sólo ha subido en Alemania y Francia (más de quince puntos) y Austria (cuatro puntos), y permanece estable en Portugal. No obstante, pese a esas variaciones, la ratio sigue estando por encima del 100% en Italia, Grecia y Bélgica, y se mantenía en 60-65% en Francia, Alemania, Portugal y Austria. En Países Bajos, Suecia, España, Finlandia y

Dinamarca estaba en el 45-50%, figurando por debajo de ese rango en Reino Unido 40% e Irlanda 32%.

## b) *Evolución de los componentes del gasto y del ingreso público*

La reducción que experimenta el gasto público en 1994-2003 se relaciona con tres capítulos que ejercen funciones muy diferentes en la dinámica económica: las transferencias, los gastos de capital y los intereses, siendo de menor relieve las variaciones de las subvenciones y del gasto de consumo (cuadro n.º 2).

- i) Las transferencias comprenden tanto los beneficios sociales en especie, que conciernen a la protección social, residencias, descuentos de transportes, educación y cultura, medicamentos y otros, como las prestaciones de carácter monetario destinadas a los hogares mediante el pago de pensiones, subsidios de desempleo, bajas maternales o por enfermedad y otras. Se trata del capítulo que ha sufrido un mayor descenso relativo en el período 1994-2003, pese a lo cual en la mayoría de los países al final del período sigue representando alrededor del 60% del gasto público total.

La participación de las transferencias en especie con respecto al PIB sólo ha disminuido en cinco países, con pérdidas de más de un punto en Austria, mientras que se ha elevado en los otros nueve países, sobre todo en Portugal con una subida de dos puntos. Por el contrario, las transferencias monetarias han protagonizado los mayores descensos, destacando los retrocesos de siete puntos en Finlandia, cinco en Holanda y cuatro en

Suecia e Irlanda. Su participación sólo ha aumentado de dos a tres puntos en Portugal, Grecia y Alemania.

Cabe tener en cuenta que una parte de esas transferencias monetarias tiene un marcado carácter anticíclico, como sucede con las prestaciones por desempleo y otras vinculadas al empeoramiento de la situación social, de modo que en la fase de recesión aumenta el gasto destinado a esos efectos. Pese a ello, la fuerte caída que tuvo lugar en los años noventa neutralizó ese incremento, determinando el retroceso de las transferencias durante el conjunto del período. En primera instancia, ese retroceso lesiona los niveles de protección social, si bien puede ocurrir que en algunos países se haya reducido la magnitud de los grupos sociales necesitados de esa protección, por ejemplo a través de una mayor creación de empleo que reduce la prestación del seguro de desempleo.

- ii) El gasto de capital integra la formación bruta de capital público fijo y otros gastos que implican transferencias para cubrir inversiones, reconstruir bienes destruidos por catástrofes naturales y cubrir pérdidas excepcionales de las empresas. Este capítulo del gasto se ha reducido de forma generalizada en casi todos los países. La ratio correspondiente a la formación bruta de capital sólo se eleva en cuatro países (en Irlanda casi dos puntos) y desciende en los demás, mientras que la ratio de los otros gastos de capital cae en casi todos ellos, con pérdidas próximas a dos puntos en Suecia y Grecia. La importancia de ese retroceso no estriba tanto en la

magnitud de las pérdidas sino en el impacto económico del descenso de las inversiones públicas en infraestructuras físicas y en intangibles que son fundamentales para el fortalecimiento de las capacidades productivas, la eficiencia y la competitividad externa de toda la economía.

- iii) Los intereses se refieren a los pagos que realiza el sector público a sus acreedores como remuneración por la financiación que le han proporcionado, sin considerar la devolución del principal del préstamo. Su ratio respecto al PIB descendió en todos los países, proporcionando un importante desahogo a la política de gasto de los gobiernos. Las caídas más intensas se registraron en Italia, ocho puntos, Grecia, siete, y Bélgica e Irlanda, cinco puntos. Ese descenso actuó como causa y como efecto de la fuerte contención del déficit fiscal y de los niveles de endeudamiento público. Pero también hay que considerar, como otro motivo fundamental que ha favorecido ese descenso, la drástica caída de los tipos de interés durante el proceso de convergencia monetaria, disminuyendo con ello los pagos correspondientes al endeudamiento suscrito a tipos variables.
- iv) El gasto de consumo comprende los bienes y servicios colectivos utilizados por el sector público y otros gastos que reflejan pagos de rentas —excepto intereses— como alquileres, dividendos o pólizas de seguros. Este capítulo muestra pequeños aumentos o descensos del PIB, debido a que la propia dimensión alcanzada por el sector público y sus compromisos hacen difícil que se produzcan des-

censos significativos, e incluso presionan al alza al gasto. La mayoría de los países elevaron levemente su ratio, pero sólo en Grecia y Portugal subieron dos puntos, mientras que de los países en los que descendió la ratio sólo en Dinamarca e Irlanda el retroceso superó un punto.

- v) Las subvenciones son pagos sin contrapartidas realizados por el sector público a las empresas para influir en sus niveles de producción, sus precios o la remuneración de los factores productivos. Su importancia relativa ha mermado en la mayoría de los países, debido en gran medida a las políticas de fomento de la competencia y de privatización, o bien a la corrección de excesos cometidos en períodos precedentes. El caso más reseñable es el de Suecia, con una pérdida de casi tres puntos porcentuales.

Desde la perspectiva del ingreso público, las principales variaciones en el período 1994-2003 se refieren a los impuestos indirectos, los otros impuestos corrientes y las cuotas pagadas a la Seguridad Social, siendo de menor entidad los cambios en los impuestos directos a los hogares y las empresas, y las transferencias de capital recibidas (cuadro n.º 3).

- i) Los impuestos indirectos vinculados con la producción y la importación han incrementado su importancia relativa en la mayor parte de los países de la UE-14, destacando los aumentos cercanos a dos puntos respecto al PIB de Italia, España, Portugal y Países Bajos. Sólo tres países muestran caídas que, además, son de escasa entidad.
- ii) Las contribuciones sociales pagadas por empleadores, empleados, auto-

empleo y personas no empleadas a los fondos de seguridad social han evolucionado de dos formas distintas. Entre los siete países que elevan su presencia relativa destacan los aumentos de Grecia, Portugal y Suecia. Entre los países que reducen su ratio las pérdidas son significativas en Finlandia, casi tres puntos, y Francia e Italia, más de dos puntos.

- iii) Los otros ingresos corrientes incluyen las cargas sobre las rentas de la propiedad (intereses, dividendos, etc.), las transferencias corrientes recibidas y los ingresos por operaciones mercantiles. El rasgo fundamental es la caída de su ratio en todos los países, siendo el capítulo de ingresos que presenta mayores retrocesos, con pérdidas de cuatro puntos en Suecia, alrededor de tres puntos en Dinamarca y Finlandia, y cerca de dos puntos en Austria, Irlanda y Países Bajos.
- iv) Los impuestos directos sobre la renta de los hogares y los beneficios de las empresas han tenido una evolución dispar. La tributación que recae sobre los hogares se ha elevado en cinco países y ha descendido en los demás, de forma particular en Países Bajos e Irlanda, con caídas de cinco y cuatro puntos. El impuesto sobre las empresas ha registrado una ligera subida en casi todos los países, destacando el aumento de tres puntos en Finlandia.
- v) Las transferencias de capital recibidas (tasas por sucesiones y transmisiones, ayudas para inversiones, donaciones y herencias) suponen porcentajes de ingresos modestos. En general, las variaciones experimentadas por los países han sido leves tan-



Cuadro n.º 3

**Evolución de los componentes del ingreso público\*. 1984-2003**

(Variaciones de cada período (puntos porcentuales de la ratio IP/PIB)\*\*)

	Impuestos directos hogares		Impuestos directos empresas		Impuestos indirectos		Contribuciones sociales		Otros ingresos corrientes		Transferencias de capital recibidas	
	1984 1993	1994 2003	1984 1993	1994 2000	1984 1993	1994 2003	1984 1993	1994 2003	1984 1993	1994 2003	1984 1993	1994 2003
Alemania	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	0,1	0,5	1,5	0,4	0,0	-0,9	0,0	0,0
Austria	0,7	0,3	0,3	0,5	-0,4	-0,6	1,8	-0,3	0,3	-1,7	0,0	0,0
Bélgica	-2,0	0,0	0,0	1,1	-0,1	0,8	2,2	-0,8	-1,2	-0,7	0,1	2,1
Dinamarca	4,1	-1,1	0,3	0,5	-0,2	0,7	-0,3	0,2	1,2	-3,3	0,2	0,1
España <sup>a</sup>	nd	-1,0	nd	1,4	nd	1,7	nd	0,7	nd	-0,7	nd	-0,5
Finlandia	1,2	-1,1	-1,1	3,4	1,1	-0,5	4,8	-2,9	3,5	-2,7	0,2	0,1
Francia	0,3	2,4	-0,1	0,5	-0,6	0,4	0,4	-2,4	0,2	-0,7	0,2	0,5
Grecia <sup>b</sup>	nd	3,2	nd	nd	nd	0,7	nd	3,4	nd	-1,4	nd	0,1
Irlanda <sup>c</sup>	0,1	-4,0	1,7	1,2	-2,3	-0,4	0,5	-1,7	-1,0	-1,8	0,8	-0,6
Italia	2,4	-1,2	1,5	-1,2	2,8	2,4	0,7	-2,3	0,4	0,0	-0,3	1,1
Países Bajos	2,4	-5,0	0,8	-0,1	1,2	1,6	-3,2	-2,3	-2,9	-2,1	0,1	0,0
Portugal	1,2	-0,7	-0,3	1,3	-0,1	2,6	2,6	2,0	1,2	-1,0	1,5	1,0
Reino Unido	-1,4	0,3	-1,7	1,0	-0,6	0,5	-0,9	0,4	-1,9	-0,9	0,0	0,1
Suecia	nd	-0,9	nd	0,3	nd	0,3	nd	1,6	nd	-4,2	nd	0,0
												.../...

Cuadro n.º 3 (continuación)  
**Evolución de los componentes del ingreso público\*. 1984-2003**  
 (en % s/ PIB) \*\*

	Impuestos directos hogares		Impuestos directos empresas		Impuestos indirectos		Contribuciones sociales		Otros ingresos corrientes		Transferencias de capital recibidas	
	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003
Alemania	10,0	9,9	1,4	0,6	11,5	12,0	18,2	18,6	3,8	2,9	0,4	0,4
Austria	10,6	10,9	1,9	2,4	15,3	14,7	16,6	16,3	5,7	4,0	0,1	0,2
Bélgica	13,7	13,7	2,1	3,3	12,1	12,9	17,3	16,5	3,4	2,7	0,4	2,5
Dinamarca	28,1	27,0	2,0	2,5	16,6	17,3	2,5	2,7	8,5	5,2	0,5	0,6
España <sup>a</sup>	8,2	7,2	2,0	3,4	10,2	12,0	12,9	13,7	4,1	3,3	1,4	0,8
Finlandia	15,2	14,1	0,6	4,0	14,6	14,2	15,1	12,1	8,6	6,0	0,3	0,3
Francia	6,4	8,8	1,8	2,3	14,7	15,1	20,8	18,5	4,2	3,5	0,2	0,7
Grecia <sup>b</sup>	5,6	8,8			14,0	14,7	12,1	15,5	4,0	2,5	1,8	1,9
Irlanda	12,1	8,1	2,8	4,1	13,1	12,7	7,7	6,0	3,8	2,0	1,8	1,2
Italia	12,5	11,3	3,6	2,4	12,0	14,4	15,3	13,0	3,1	3,1	0,9	2,0
Países Bajos	12,9	7,8	3,2	3,2	11,2	12,7	17,8	15,5	7,0	4,9	0,4	0,4
Portugal	6,4	5,7	2,2	3,5	13,0	15,6	10,7	12,7	4,9	3,8	1,9	2,9
Reino Unido	11,8	12,1	2,0	3,1	12,7	13,2	7,6	8,0	3,1	2,3	0,2	0,3
Suecia	17,4	16,5	2,1	2,4	16,8	17,1	13,4	15,0	9,1	5,0	0,2	0,2

<sup>a</sup> Datos desde 1995; <sup>b</sup> Los impuestos directos a hogares y empresas van agregados; <sup>c</sup> Datos desde 1985.

\* Las partidas desagregadas que recoge el cuadro n.º 3 no suman el ingreso total (cuadro n.º 1). El residuo es pequeño en la mayoría de los países, pero no en otros. En Suecia oscila entre 2 y 3 puntos la mayoría de los años, en Finlandia y Austria entre 1 y 2 puntos, en Francia entre 1 y 1,5 puntos. Si se consulta la base AMECO se ve que el residuo está en la suma de «ingresos corrientes» + «transferencias de capital recibidas»; esa suma no equivale al ingreso total.

\*\* Los datos están redondeados al primer decimal, por lo que los datos de la parte superior del cuadro (referidos a la variación del período 1994-2003) pueden mostrar una leve desviación de ± una décima con respecto a los datos de 1993 y 2003 de la parte inferior del cuadro.

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO.

to en aumentos como en disminuciones, y sólo resultan más significativas en el caso de Bélgica, donde se añaden dos puntos.

### 3. CLASIFICACIÓN DE PAÍSES SEGÚN EL TAMAÑO DE LA ACTIVIDAD PRESUPUESTARIA

Los países europeos mantienen diferencias en cuanto a la dimensión de los gastos y los ingresos con respecto al PIB, así como a la importancia relativa de sus respectivos componentes. Teniendo en cuenta la magnitud de las ratios IP/PIB y GP/PIB en 2003 (cuadros n.º 1, 2 y 3) surge la siguiente clasificación:

#### 1) *Suecia y Dinamarca presentan ratios de gasto e ingreso superiores al 55% del PIB*

Por el lado del gasto, en períodos anteriores ambos países presentaron niveles mucho más elevados, por encima del 70% y el 60% respectivamente. La estructura del gasto muestra que ambos dedican alrededor de dos terceras partes a las transferencias, distribuidas en partes similares entre las prestaciones monetarias y las efectuadas en especie. Otra quinta parte se destina a gasto de consumo y el resto se distribuye en porcentajes del 5% entre gasto de capital y pago de intereses, con una cuota menor para las subvenciones

Por el lado del ingreso, Dinamarca presenta un comportamiento muy diferente al resto de países ya que la mayor parte de la actividad asistencial de la seguridad social no se financia con cuotas específicas sino con los impuestos directos que pagan los contribuyentes. De ahí que la parte recaudatoria aportada por los impuestos de los

hogares suponga casi la mitad del ingreso total, mientras que en Suecia —con un porcentaje también elevado— no llega al 30%. Por contra, las contribuciones a la seguridad social suponen más del 25% del ingreso total en Suecia y sólo el 5% en Dinamarca. Las restantes figuras recaudatorias tienen perfiles similares: los impuestos indirectos suponen el 30%, los otros ingresos corrientes menos del 10%, los impuestos de las empresas menos del 5% y las transferencias de capital apenas décimas en Dinamarca y el 1% en Suecia.

El saldo fiscal muestra un mínimo déficit en Suecia y un ligero superávit en Dinamarca, mientras que la deuda pública se sitúa en el 50% y el 45% del PIB respectivamente.

#### 2) *Francia, Austria, Bélgica y Finlandia presentan ratios de gasto e ingreso en torno al 50%, siendo algo mayor la proporción del gasto en el caso de Francia*

Las transferencias constituyen el 55-60% del gasto. Dentro de ellas, las prestaciones monetarias son la parte mayoritaria, sobre todo en Austria, mientras que las transferencias en especie oscilan entre el 30% de Bélgica y Finlandia, y el 20% en Austria. El gasto en consumo representa una quinta parte del total y el resto se reparte entre el pago de intereses (más del 10% en Bélgica, menos del 5% en Finlandia y Francia), el gasto de capital (5-6%) y las subvenciones (6% en Austria, 3-4% en los otros).

La estructura recaudatoria de Finlandia es similar a la de Suecia: el impuesto de los hogares y los impuestos indirectos aportan porcentajes por debajo del 30% y las cuotas a la seguridad social suponen casi el 25%; las pequeñas diferencias residen en

la presencia algo mayor del impuesto de las empresas (8%) y de los otros ingresos corrientes (12%). Respecto a dicha estructura, Bélgica muestra una menor presencia de los impuestos indirectos y de los otros ingresos corrientes, siendo algo mayor la participación de las cuotas a la seguridad social y las transferencias. Por su parte, Austria y Francia presentan una participación bastante menor de los impuestos directos pagados por los hogares y de los otros ingresos, junto con una mayor aportación de las cuotas a la seguridad social.

El saldo fiscal es divergente dentro del grupo. Francia se encuentra entre los países con déficit significativos (3%), Austria tiene un déficit reducido (1%) y Bélgica y Finlandia muestran superávit. También, la deuda pública acumulada en el transcurso de los años ofrece un panorama distinto, pues en Bélgica supone más del 100% del PIB, en Austria y Francia en torno al 60%, y en Finlandia sólo el 45%.

**3) Alemania, Italia, Países Bajos, Grecia y Portugal presentan ratios de gasto e ingreso en torno al 45% del PIB, si bien los del gasto son varios puntos más altos**

Las transferencias también suponen alrededor del 55-60% del gasto, correspondiendo la mayor parte a las prestaciones monetarias, salvo en el caso holandés. Precisamente Alemania y Países Bajos muestran las distribuciones más diferenciadas entre las transferencias monetarias y en especie con porcentajes del 40-20% y el 25-30%, respectivamente, del total. El gasto en consumo representa la cuarta parte en Países Bajos, Grecia y Portugal, y la quinta parte en Alemania e Italia. Los demás capítulos se distribuyen entre el pago de intere-

ses (más del 10% en Italia y Grecia), el gasto de capital (10-14% en Grecia y Portugal, 8-9% en Países Bajos e Italia) y las subvenciones (casi nulas en Grecia).

La composición del ingreso público sólo muestra algunos rasgos comunes. En todos los países se observa una débil presencia de los impuestos directos de los hogares, que es particularmente reducida en Países Bajos, Grecia y Portugal, lo que compensan en parte con una mayor presión fiscal sobre las empresas (7-8%), capítulo éste que es exiguu en Alemania. La debilidad de la tributación directa y —salvo Países Bajos— de los otros ingresos corrientes implica una mayor presencia de los impuestos indirectos (Grecia y Portugal), de las cuotas a la seguridad social (Países Bajos y más aún Alemania donde suponen el 42% del ingreso total), o de las transferencias recibidas (Italia, Grecia y Portugal).

El déficit de los cinco países está en el 3-4% del PIB y la deuda pública está por encima del 100% del PIB en Italia y Grecia, y en el 60-65% en los otros tres países.

**4) Reino Unido y España presentan ratios de gasto e ingreso cercanos al 40%, mientras que en Irlanda bajan del 35% del PIB**

En el gasto, los tres países proceden de niveles cercanos al 45% en períodos anteriores. También en ellos las transferencias suponen el 60-55% y se distribuyen en partes similares, del 30% en Reino Unido, mientras que en España las prestaciones en especie se acercan al 25% y en Irlanda sucede lo mismo con las prestaciones monetarias. En los tres países el gasto de consumo es casi la cuarta parte, las subvenciones son el 2-3% y los intereses absorben el 5% de los gastos. Difieren en la importancia

del gasto de capital que oscila entre el 6% del Reino Unido y el 12-14% de España e Irlanda.

La composición del ingreso del Reino Unido se asemeja a la de los países escandinavos, teniendo como principales fuentes recaudatorias los impuestos directos sobre los hogares (30%) y los impuestos indirectos (35%), complementados por las cuotas a la seguridad social, una cierta presencia de los impuestos directos de las empresas (8%), una menor entidad de los otros ingresos y otra testimonial de las transferencias. En cambio, la estructura de España e Irlanda ofrece una participación sensiblemente

menor del impuesto sobre los hogares, que España compensa con la mayor presencia de las cuotas a la seguridad social e Irlanda con los impuestos indirectos y algunos puntos más en la parte de los impuestos directos de las empresas, a la vez que ambos muestran mayor peso de las transferencias.

El saldo fiscal arroja una situación de equilibrio en España e Irlanda, pero el Reino Unido registra un déficit del 3%, es decir, similar al de los países del grupo anterior. La deuda pública supone porcentajes reducidos del PIB: 50% en España, 40% en el Reino Unido y 30% en Irlanda.

Cuadro n.º 4  
**Déficit fiscal y deuda pública**  
(% s/ PIB)

	% Déficit/ PIB			% Deuda bruta / PIB		
	1983	1993	2003	1983	1993	2003
Alemania	-2,9	-3,1	-3,8	39,4	46,9	64,2
Austria	-4,3	-4,2	-1,2	44,7	61,8	65,0
Belgica	-14,8	-7,4	0,3	113,2	137,9	100,5
Dinamarca	-6,4	-2,9	1,0	69,2	78,0	45,0
España	-4,5	-7,0	0,3	31,0	58,4	50,8
Finlandia	1,6	-7,2	2,3	15,7	55,9	45,3
Francia	-2,8	-6,0	-4,2	26,9	45,3	63,0
Grecia	-8,2	-13,4	-4,6	38,5	110,1	103,0
Irlanda	-12,1	-2,7	0,2	94,6	95,1	32,0
Italia	-10,3	-10,3	-3,0	70,0	118,7	106,2
Países Bajos	-5,5	-2,9	-3,3	61,4	79,3	54,8
Portugal	-5,4	-8,1	-3,0	49,1	59,1	59,4
Reino Unido	-3,4	-7,9	-3,3	52,6	45,4	39,9
Suecia	-5,0	-11,4	-0,1	61,2	71,3	51,9

Fuente: AMECO.

#### 4. ACTIVIDAD PRESUPUESTARIA Y CRECIMIENTO: TRES APROXIMACIONES

Este apartado aporta tres constataciones que ponen de manifiesto la gran dificultad de establecer vínculos de causalidad lineal entre el comportamiento de las variables fiscales y el crecimiento de las economías europeas, a pesar de ciertas posiciones que mantienen la existencia de una relación negativa entre la mayor dimensión presupuestaria, o bien entre el déficit fiscal, y las tasas de crecimiento. Salvo en el caso irlandés, al que nos referimos a continuación, el rasgo decisivo que caracteriza a las economías europeas desde hace tres décadas es su mediocre ritmo de crecimiento incluso en las fases de expansión. Escapa al propósito de este trabajo disentir sobre las razones que explican esa situación<sup>10</sup>, pero cabe advertir que se trata de una cuestión fundamental en la medida en que implica que los cambios presupuestarios producidos en el período 1994-2003 no han alterado el ritmo lento general del crecimiento europeo, a pesar de haber logrado las condiciones propiciadas por el Tratado de Maastricht: inflación reducida, tipos de interés bajos, menores déficit fiscales y moneda única.

##### 4.1. Evolución fiscal y ritmo de crecimiento del PIB

Comparando los ratios IP/PIB y GP/PIB de los años 1983, 1993 y 2003 se aprecian cinco tipos de trayectorias dentro de la UE. La primera es la de Irlanda y Países Bajos donde los ingresos y los gastos se reduje-

ron en los dos períodos. La segunda es la de los seis países (España, Italia, Dinamarca, Finlandia, Alemania y Austria) en los que los ingresos y los gastos subieron en el primer período y cayeron en el segundo. La tercera trayectoria corresponde a Grecia, Portugal y Francia, donde los ingresos y los gastos subieron en el primer período, mientras que en el segundo siguieron aumentando los ingresos pero los gastos descendieron o se estancaron. La cuarta es la de Bélgica y Reino Unido, donde los ingresos y los gastos bajaron en el primer período, en tanto que en el segundo lo hicieron los gastos pero no los ingresos que aumentaron. Por último, Suecia presenta una trayectoria más asimétrica, ya que en el primer período bajó el ingreso y subió el gasto y en el segundo período descendieron ambos. De todo ello cabe tener en cuenta que en el período de los noventa el ratio GP/PIB cayó o se estancó en todos los países sin excepción y, al mismo tiempo, la dinámica de crecimiento de la zona se ha ido ralentizando, salvo algún caso aislado.

Ya ha quedado señalada la fuerte reducción que han experimentado en Irlanda los ingresos y los gastos públicos hasta situar sus ratios por debajo del 35% del PIB, es decir, en niveles relativos bajos en el panorama europeo y más próximos a los registrados en Estados Unidos; además, su saldo fiscal está equilibrado y la deuda pública también es reducida. Aunque el retroceso se inició en el período anterior, su consolidación ha tenido lugar en un período (1984-2003) en el que el PIB ha crecido a una tasa media del 8% anual.

Esta enumeración de datos parece justificar una relación directa entre el comportamiento contractivo presupuestario y el crecimiento. Sin embargo, la experiencia irlandesa es excepcional, debido fundamentalmente al

---

<sup>10</sup> Una explicación de carácter general se encuentra en Palazuelos (2006), basada en el comportamiento del tramo descendente del ciclo largo desde mediados de los años setenta.

carácter externo de las decisiones estratégicas que han conducido a su acelerado crecimiento. Han sido las empresas transnacionales, principalmente estadounidenses, las que han decidido establecer en Irlanda centros de producción, sobre todo de bienes químicos y electrónicos, con vistas a su exportación a la Unión Europea y a Estados Unidos; además de convertirse en gran centro internacional de operaciones financieras para el desarrollo de actividades sin controles oficiales de ningún tipo. Previamente, el país ofrecía ciertas ventajas de localización geográfica, tamaño e idioma, que fueron reforzadas por políticas gubernamentales favorables a la estabilidad monetaria, el tratamiento fiscal benigno sobre los beneficios empresariales y plena libertad de movimientos para los bienes, servicios y capitales<sup>11</sup>. Pero ese conjunto de condiciones por sí mismas no generaban una intensa dinámica de crecimiento, sino que ésta ha estado determinada por los grandes flujos de entrada de la inversión extranjera directa, que han aportado cerca del 85% de la capacidad de crecimiento de la economía irlandesa. Se trata, pues, de una experiencia singular, imposible de repetir en países de mayor tamaño, con mayor desarrollo económico que el que tenía inicialmente Irlanda y con una ubicación geográfica que carezca de ciertas ventajas.

El análisis de la evolución seguida por los demás países europeos revela ejemplos y contraejemplos que impiden establecer esa relación causa-efecto entre las variables fiscales (volúmenes y saldos) y el crecimiento económico. Observando en primer lugar los datos del período 1984-1993 (cuadro n.º 5) se aprecia que, por detrás de Irlanda, los países con una tasa media de crecimiento

del 3% anual son España, Portugal y Alemania. En los tres se incrementan las ratios IP/PIB y GP/PIB y los tres elevan su déficit fiscal y su deuda pública, ¿significa esto que el incremento de la actividad presupuestaria favorece al crecimiento económico? Tómese el caso contrario. Las economías con menor crecimiento del PIB durante el período son Grecia y las tres escandinavas, es decir, cuatro países con un fuerte crecimiento del gasto y del ingreso público, salvo Suecia, que presentan mayores déficit fiscales. ¿Cabe argumentar entonces que el aumento de esas variables presupuestarias ocasiona la ralentización del crecimiento económico? Por añadidura, los países que se encuentran entre uno y otro grupo, con tasas medias de crecimiento entre el 2,5% y el 2% muestran situaciones presupuestarias muy diferentes<sup>12</sup>.

Otro tanto, sucede en el período 1994-2003, regido por las decisiones adoptadas en Maastricht y por el PEC. Después de Irlanda y Finlandia, los países con mayor crecimiento son Grecia, España, Suecia y Reino Unido, con tasas medias entre el 3% y el 3,5% anual. En los cuatro países retroceden el gasto público y el déficit, mientras que el ingreso público lo hace en España y Suecia, aumenta algo en Reino Unido y bastante en Grecia. Además, los niveles relativos de esas variables con respecto al PIB son muy diferentes como lo revela su

<sup>12</sup> Entre los países con tasas medias en torno al 2,5% anual, Reino Unido y Países Bajos reducen la presencia relativa del gasto y del ingreso público, mientras que Austria los eleva. A la vez, el déficit cae en Países Bajos y Austria, y aumenta bastante en Reino Unido. No es menor la combinación que surge entre los países con tasas de crecimiento alrededor del 2% anual. En Bélgica se producen fuertes reducciones del ingreso, el gasto y el déficit; en Italia las tres variables muestran fuertes incrementos; y en Francia aumenta levemente la ratio del ingreso, cae la del gasto y sube el déficit.

<sup>11</sup> Véase Fernández Sánchez, 2005.

Cuadro n.º 5

**Crecimiento de la demanda agregada. 1984-2003**

(tasas medias anuales de cada intervalo)

	1984- 1990	1991- 1993	1994- 2000	2001- 2003	1984- 1993	1994- 2003
<b>Alemania</b>						
Producto interior bruto	3,2	2,0	1,9	0,3	2,8	1,4
Consumo público	1,8	2,3	1,4	1,0	1,9	1,3
Inversión pública	1,3	0,6	-3,4	-4,3	1,1	-3,7
<b>Austria</b>						
Producto interior bruto	2,9	2,1	2,7	0,9	2,6	2,2
Consumo público	1,4	2,9	2,2	0,0	1,8	1,6
Inversión pública	0,3	4,8	-8,0	-4,0	1,6	-6,8
<b>Bélgica</b>						
Producto interior bruto	2,8	0,8	2,8	1,0	2,2	2,2
Consumo público	1,0	1,6	1,8	2,6	1,2	2,0
Inversión pública	10,7	-6,3	5,2	-1,2	-3,3	3,2
<b>Dinamarca</b>						
Producto interior bruto	1,9	0,6	3,1	1,0	1,5	2,5
Consumo público	0,5	1,8	2,2	1,9	0,9	2,1
Inversión pública	0,2	6,3	3,7	3,2	2,0	3,5
<b>España</b>						
Producto interior bruto	3,8	0,8	3,5	2,5	2,9	3,2
Consumo público	5,4	4,0	2,9	3,9	5,0	3,2
Inversión pública	14,7	-3,5	-1,0	5,8	8,9	1,0
<b>Finlandia</b>						
Producto interior bruto	3,2	-3,8	4,4	1,9	1,0	3,7
Consumo público	3,3	-1,6	1,7	2,5	1,8	1,9
Inversión pública	2,3	-8,0	1,9	7,3	-0,9	3,5
<b>Francia</b>						
Producto interior bruto	2,8	0,5	2,4	1,2	2,1	2,1
Consumo público	2,4	3,7	1,3	3,3	2,8	1,9
Inversión pública	5,4	2,4	1,8	2,0	4,5	1,9
<b>Grecia</b>						
Producto interior bruto	1,5	0,7	3,1	4,2	1,3	3,4
Consumo público	0,8	-0,7	3,8	0,8	0,4	2,9
Inversión pública	-	8,3	8,4	3,9	-	7,0
<b>Irlanda</b>						
Producto interior bruto	4,3	2,6	9,2	5,2	3,8	8,0
Consumo público	-0,3	1,9	5,4	7,4	0,3	6,0

.../...



Cuadro n.º 5 (continuación)

**Crecimiento de la demanda agregada. 1984-2003**

(tasas medias anuales de cada intervalo)

	1984- 1990	1991- 1993	1994- 2000	2001- 2003	1984- 1993	1994- 2003
<b>Italia</b>						
Producto interior bruto	2,9	0,4	2,1	0,8	2,1	1,7
Consumo público	2,7	0,7	0,2	2,7	2,1	0,9
Inversión pública	3,5	-6,0	1,4	4,8	0,6	2,4
<b>Países Bajos</b>						
Producto interior bruto	3,2	1,5	3,5	0,4	2,7	2,6
Consumo público	2,9	2,4	2,0	3,4	2,7	2,4
Inversión pública	1,7	2,0	4,1	5,8	1,7	4,6
<b>Portugal</b>						
Producto interior bruto	4,1	1,1	3,5	0,3	3,2	2,5
Consumo público	5,2	2,7	3,5	2,0	4,5	3,0
Inversión pública	-	13,3	2,9	-3,0	-	1,1
<b>Reino Unido</b>						
Producto interior bruto	3,2	0,4	3,3	2,1	2,3	2,9
Consumo público	0,8	1,0	1,5	3,3	0,9	2,0
Inversión pública	5,6	-1,5	-4,9	16,1	3,4	0,9
<b>Suecia</b>						
Producto interior bruto	2,7	-1,4	3,5	1,5	1,5	2,9
Consumo público	1,9	1,8	0,3	1,3	1,9	0,6
Inversión pública	0,8	0,8	0,2	4,7	0,8	1,6

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO.

pertenencia a grupos distintos en la clasificación que se ha elaborado en el apartado anterior.

A su vez, Portugal, Países Bajos y Dinamarca crecen a una media del 2,5% anual. Las ratios de ingreso y gasto se reducen en Dinamarca y, más aún, en Países Bajos, pero no ocurre así en Portugal, en tanto que no disminuye el déficit holandés y sí lo hace en los otros dos países. Por su parte, Alemania e Italia reducen sus ratios de ingreso y gasto, como la mayoría de los países euro-

peos en ese período, pero son los dos países con menos crecimiento del PIB; además, Alemania eleva su déficit fiscal mientras que Italia lo reduce a una gran velocidad.

Pero, tal vez, donde se aprecia mejor que las variables presupuestarias no permiten sustentar una explicación monocausal de lo que ocurre con el ritmo de crecimiento de las economías europeas es cuando se compara lo que sucede entre los dos períodos cíclicos. El caso de España es uno de los más elocuentes: en am-

En los tres períodos la tasa de crecimiento del PIB se sitúa en torno al 3%, pero con condiciones presupuestarias ciertamente opuestas, ya que en el primer período aumentan con rapidez el ingreso, el gasto y el déficit, mientras que en el segundo las tres variables se contraen con severidad.

Otros casos muestran que con menor rigor fiscal se puede alcanzar un mayor crecimiento. Portugal crece algo más en el primer período que en el segundo; siendo en el primero cuando se elevan las tres variables fiscales mientras que en el segundo aumenta el ingreso, se estanca el gasto y se reduce el déficit. En Italia, la tasa del PIB en el primer período es más alta (mientras suben las variables fiscales), que en el segundo, cuando descienden. En Austria sucede casi lo mismo, el primer período registra más crecimiento en presencia de un alza del ingreso y el gasto y una suave caída del déficit, mientras que es menor en el segundo período con una reducción del ingreso, del gasto y del déficit. En Alemania la tasa de crecimiento del primer período duplica a la del segundo; en ese primero aumentan el ingreso y el gasto, y se mantiene el déficit, mientras que en el segundo se reducen el ingreso y el gasto y aumenta el déficit. En Bélgica y en Francia los dos períodos registran tasas similares, en torno al 2%; ambos países elevan el gasto y el déficit en el primer período, reduciendo el gasto en el segundo con un saldo equilibrado en el caso belga y un déficit significativo en el caso francés.

En sentido inverso, otros casos ilustran que con mayor rigor fiscal se alcanza mayor crecimiento. En Grecia la tasa de incremento del PIB en el segundo período duplica a la del precedente; en éste se produce un gran aumento del ingreso, el gasto y el déficit, mientras que en el segundo sube el ingreso, pero descienden el gasto y el déficit.

En los tres países escandinavos, el crecimiento del segundo período es muy superior al alcanzado en el primero; en éste se producen fuertes alzas de las variables presupuestarias (salvo el ingreso en Suecia y el déficit en Dinamarca), que se reconducen en el segundo período con notables caídas del ingreso y el gasto, lo que da lugar a saldos equilibrados o superavitarios. En Reino Unido y Países Bajos los crecimientos alcanzados en ambos períodos son de los más altos, siendo también países en los que el ingreso y el gasto se reducen en los dos períodos (salvo la subida del ingreso en la fase alcista del segundo período en el caso británico), si bien su déficit se ha mantenido en niveles significativos.

Siendo tal la diversidad de comportamientos reales, la pretensión de encontrar respuestas unívocas al posible vínculo entre el presupuesto y el crecimiento económico debe ser abandonada. Las indudables relaciones que existen entre ambas realidades están determinadas por otros múltiples elementos que exigen análisis más complejos que expliquen satisfactoriamente los procesos.

#### **4.2. La demanda pública en la dinámica de la demanda agregada**

Cuando se contempla la actividad económica desde el lado de la demanda agregada, el gobierno influye directamente en la dinámica de crecimiento como generador de demanda pública de consumo e inversión, es decir, prescindiendo de las transferencias, el pago de intereses y las subvenciones. Por ende, esa demanda pública influye de forma indirecta en la inversión privada de las empresas que suministran bienes y servicios al sector público. Cabría

también considerar que una parte de las transferencias y de las subvenciones inciden sobre la demanda agregada en la medida en que suponen un aporte de recursos al sector privado con los que los hogares y las empresas realizan consumo e inversión.

Si nos atenemos a los datos disponibles para el intervalo 1984-2003<sup>13</sup>, resulta evidente que los componentes de la demanda pública tienen, en general, un comportamiento aún más mediocre que el conjunto de la demanda agregada. En el período 1984-93, sólo en un número reducido de países el consumo o la inversión pública crecen a un ritmo similar al del PIB. En Francia y, sobre todo, en España y Portugal, dos de los países con mayor crecimiento en aquel período, lo hicieron ambos componentes de la demanda pública. En los tres países nórdicos, con menores tasas de crecimiento, lo hizo uno u otro componente, y también lo hizo la inversión pública en Reino Unido. En el período 1994-2003, la inversión pública se mostró más dinámica que el PIB en Grecia, Países Bajos, Austria, Bélgica e Italia, es decir, países con tasas de crecimiento muy dispares, mientras que sólo en Portugal el consumo público creció más que el PIB.

De hecho, salvo en Portugal y Grecia, de un periodo al otro los países redujeron en uno o dos puntos el peso relativo de la demanda pública en el PIB. El promedio de 1994-2003 se situó por encima del 25% del PIB en Suecia, Dinamarca, Francia y Países Bajos; ligeramente por debajo en Finlandia, Bélgica y Portugal; en el entorno del 20%, en España, Italia, Reino Unido y Austria; y con uno o dos puntos menos en Alemania, Grecia e Irlanda. El retroceso es

evidente y tiene graves consecuencias en lo que concierne a la inversión pública, por las repercusiones que tiene la desaceleración que ha estado sufriendo la formación de capital público sobre el crecimiento económico a medio y largo plazo<sup>14</sup>. En los años setenta, el notable crecimiento que mantenía la inversión pública daba lugar a que su ratio respecto al PIB superase el 4%, incluso el 5% en varios casos, en la mayoría de los países europeos, quedando por debajo de ese nivel en Francia, Italia, Finlandia, España y Portugal. Sin embargo, en el período 1994-2003 sólo Portugal y Grecia se acercan a ese porcentaje y en otros cuatro países (Suecia, Países Bajos, Francia y España) la inversión pública supera el 3% del PIB.

Si se distingue lo que sucede en las fases expansivas y recesivas, se aprecian varios rasgos relevantes (cuadro n.º 5). En las fases expansivas se reduce el número de países en los que la inversión pública crece más que el PIB, mientras que el consumo público muestra un escaso dinamismo. Durante la expansión de 1984-1990, siete países registran fuertes incrementos de la inversión pública, la mayoría de ellos con tasas medias entre el 5% y el 10% anual, y sólo en dos países el consumo público crece más que el PIB, manteniendo tasas moderadas. Durante la expansión de 1994-2000, únicamente cuatro países registran incrementos de la inversión pública por encima del crecimiento del PIB y sus tasas son moderadas, salvo en Grecia, mientras que en ningún país sucede lo mismo con el consumo. Comparando ambas fases expansivas, sólo Bélgica y Grecia muestran continuidad de una a otra en

<sup>13</sup> No hay datos de inversión pública de Irlanda en todo el intervalo; ni de Grecia y Portugal en 1984-90.

<sup>14</sup> Para un análisis más detallado de la evolución de la inversión pública en la UE, véase Turrini, 2004.

lo que se refiere al buen comportamiento de la inversión pública, aunque no en lo referente al consumo público. En el otro extremo, en Alemania, Austria, Finlandia y Suecia, los crecimientos de la inversión y del consumo son débiles en ambas fases expansivas<sup>15</sup>.

Con respecto a las fases recesivas, la mayor presencia de la demanda pública en la mayoría de los países se concreta en que la inversión pública se muestra más dinámica que el PIB —con tasas bastante altas en varios países—, mientras que en el consumo es todavía mayor el número de países en los que sus tasas están por encima de las del PIB, pero esas tasas son más moderadas que las que registra la inversión<sup>16</sup>. Ningún país es excepción en ese mayor dinamismo que observa la demanda pública en las fases recesivas<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> En España y Reino Unido tanto la inversión como el consumo público alcanzan tasas por encima del PIB durante la primera expansión, pero no en la segunda, al igual que sucede en Francia e Italia en lo referente a la inversión. En cambio, Dinamarca y Países Bajos registran un buen aumento de la inversión pública durante la segunda expansión, pero no en la primera, ni en el consumo en ninguna de las dos fases.

<sup>16</sup> En 1991-93 cuatro países alcanzan altas tasas de crecimiento de la inversión pública y otros tres más muestran tasas superiores a las registradas por el PIB; en el caso del consumo público son nueve los países en los que su tasa supera a la del PIB, aunque sólo la de España se sitúa en torno al 4%. En la recesión de 2001-03 seis países muestran fuertes crecimientos de la inversión pública y otros dos más registran aumentos superiores a los del PIB; en el consumo público, en once países su tasa supera a la del PIB, siendo de nuevo España, junto con Italia, quien obtiene los mayores aumentos.

<sup>17</sup> En Dinamarca, Francia y Países Bajos tanto el consumo como la inversión pública crecen más que el PIB en las dos fases recesivas; lo mismo que sucede con el consumo público en Alemania, Bélgica, España, Portugal y Reino Unido. En Austria, los dos componentes son más dinámicos que el PIB en la primera recesión, mientras que en Finlandia e Italia ocurre en la segunda. En la primera recesión también se observa un buen crecimiento de la inversión pública en Grecia y Portugal, haciéndolo en la segunda recesión en España y Suecia.

Así pues, los datos expuestos ponen de manifiesto que: 1) la demanda pública ha perdido protagonismo en la actividad económica europea durante las dos últimas décadas; 2) esa pérdida de relevancia ocurre principalmente en las fases expansivas; 3) en las recesiones se mantiene una mayor presencia de la demanda pública; 4) la evolución del consumo y de la inversión pública no define ningún perfil de conducta que pueda relacionarse con el ritmo de crecimiento que muestran los países a lo largo de los dos períodos considerados<sup>18</sup>.

Esos cuatro rasgos inducen a reflexionar sobre la relación del crecimiento económico y la actividad presupuestaria a partir de varias consideraciones. La pérdida de protagonismo de la demanda pública, particularmente en las fases expansivas, sugiere la necesidad de indagar en qué medida esa debilidad de la demanda pública es uno de los elementos que podrían explicar la mediocridad de las tasas de crecimiento económico que vienen registrando los países europeos durante las últimas décadas, ya que un mayor dinamismo del sector público impulsa la expansión de la demanda agregada, no sólo de forma directa a través del propio gasto público, sino indirectamente también a través de los incentivos y apoyos que brinda al consumo y a la inversión privada.

Por otra parte, la mayor presencia pública en las fases de recesión parece indicar que, junto a otras razones que avivan esa presencia, la mayoría de los gobiernos emplean la demanda pública como recurso

---

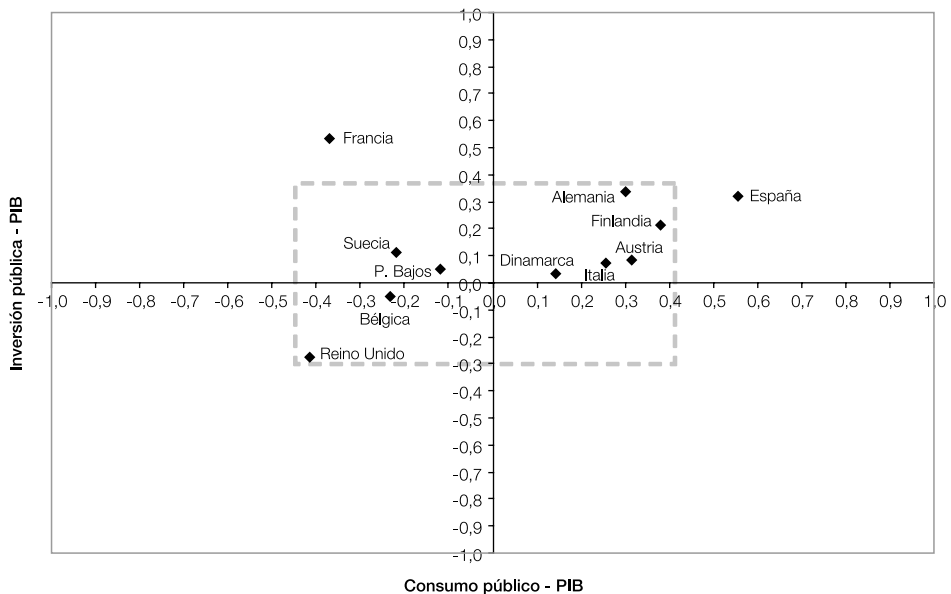
<sup>18</sup> De hecho, los coeficientes de correlación entre las variaciones de los componentes de la demanda pública y las variaciones del PIB arrojan valores muy débiles, positivos o negativos, que sólo superan el 0,5 en el consumo público de España y Portugal, y en la inversión pública de Francia.

anticíclico. Por último, el hecho de que la evolución del consumo y de la inversión pública no mantengan ningún perfil de conducta estrictamente relacionado con el crecimiento económico, reitera el postulado de que resulta difícil en extremo encontrar pruebas empíricas que avalen la hipótesis de relaciones lineales entre el gasto público y el crecimiento. Lo cual exige un mayor esfuerzo analítico para precisar las causas que explican el comportamiento de demanda pública y las vías que permiten evaluar cómo influye sobre el crecimiento de los países europeos.

El gráfico n.º 1 constituye una buena prueba de esa dificultad. En él se representan simultáneamente las correlaciones entre las tasas de crecimiento del PIB y las tasas de crecimiento, respectivamente, del consumo público y de la inversión pública para el intervalo 1984-2003, es decir, abarcando los dos periodos cíclicos considerados en este trabajo. El gráfico permite apreciar la escasa correlación que existe entre la evolución del crecimiento económico y el comportamiento de la demanda pública durante esas dos décadas. Sólo dos datos superan el valor de 0,50 (Francia en inversión públi-

Gráfico n.º 1

**Correlación entre las tasas anuales de crecimiento del PIB y las tasas de variación anual del consumo público y de la inversión pública entre 1984 y 2003**



Nota: No se han incluido Grecia, Irlanda y Portugal porque faltan sus datos de inversión pública para algunos años.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AMECO.

ca —PIB y España en consumo público— PIB). Los demás datos se inscriben en el rectángulo que incluye valores inferiores a 0,40. Al mismo tiempo, se alternan los valores positivos y negativos, de modo que, además de débil, la correlación no mantiene una dirección única en la muestra de países, tanto en lo que se refiere al comportamiento del consumo como al de la inversión pública respecto al PIB.

#### 4.3. Presupuesto y relación entre inversión y ahorro de la economía

Otro de los aspectos importantes del debate sobre la influencia de la actividad presupuestaria en la dinámica económica se refiere a las implicaciones del ahorro público. El pensamiento ortodoxo supone que la pérdida de ahorro público da lugar a un aumento de la captación de recursos ajenos en los mercados financieros en competencia con el sector privado y, por tanto, en detrimento de las posibilidades que se le ofrecen al sector privado para financiar sus actividades de consumo doméstico e inversión empresarial. Por consiguiente, la situación contraria, es decir, una mejora del ahorro público debe actuar a favor de la financiación ajena de los hogares y empresas, promoviendo su demanda de consumo e inversión.

Sin embargo, los datos disponibles sobre el ahorro y la inversión pública para once países<sup>19</sup> ofrecen un panorama contrario a explicaciones simples y lineales.

Comparando el promedio del ahorro público con respecto al PIB entre los dos períodos (cuadro n.º 6) se observa un aumento de seis a siete puntos en Irlanda, Bélgica

e Italia, y de uno a dos puntos en Dinamarca, Países Bajos y Portugal<sup>20</sup>. Como la ratio inversión pública/PIB varía levemente, el balance ahorro-inversión del sector público se incrementa aproximadamente en los mismos puntos porcentuales que lo hace el ahorro.

Sin embargo, en cinco de estos seis países esa mejora no se corresponde con un incremento de la tasa de ahorro privado, sino que ésta se reduce siete puntos en Italia y Portugal, y de forma más suave en Irlanda, Bélgica y Países Bajos; sólo se incrementa levemente en Dinamarca. Dado que la tasa de inversión privada se modifica al alza o a la baja en torno a un punto, el balance ahorro-inversión del sector privado se reduce considerablemente, de cuatro a siete puntos, en Portugal, Italia, Irlanda y Bélgica, y lo hace en más de un punto en Países Bajos. Como el balance positivo del sector público supera a la reducción del balance privado en todos los casos, los países mejoran el saldo exterior entre uno y tres puntos del PIB, salvo en Portugal donde la pérdida neta del ahorro privado supera al leve aumento del ahorro público ocasionando una subida de cinco puntos en el saldo exterior negativo hasta situar la balanza de bienes y servicios en un déficit equivalente al 6,5% del PIB.

Así pues, lo analizado se acerca más a las tesis de que el aumento del ahorro público —en particular de su diferencia con la inversión pública— lleva aparejado una caída de la inversión privada, o bien si ésta

<sup>19</sup> Se carece de información para el primer período en Suecia, España y Grecia.

<sup>20</sup> La mejora de la tasa de ahorro no siempre supone que esa tasa sea positiva, sino también reducción de tasa negativa. Así ocurre en Portugal desde -2,4 a -0,5, y en Italia desde -7,1 a -0,8. Cambios de valores negativos a positivos se observan en Bélgica, -5,4 a 0,7, Irlanda -,3,5 a 3,7, y Países Bajos de -0,1 a 1,6. Dinamarca mantiene el signo positivo y aumenta su valor de 1,1 a 2,4.



umenta se origina un deterioro del diferencial privado que da lugar a un saldo exterior negativo, es decir, recurriendo a la captación de ahorro exterior. La primera opción responde a la evolución de Bélgica, Italia, Dinamarca y Países Bajos<sup>21</sup>, donde el esfuerzo presupuestario por conseguir un ahorro neto positivo ha podido reducir los efectos expansivos en la economía, de modo que el excedente exterior refleja una baja tasa de inversión del sector privado. La segunda, corresponde a la evolución de Portugal, con un pequeño ahorro público neto, una mayor inversión privada y un fuerte desequilibrio externo.

Los otros cinco países (Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Reino Unido) arrojan un empeoramiento del ahorro público, de un punto y medio en Finlandia y Alemania, y de apenas unas décimas en los otros tres países (cuadro n.º 6), aunque en todos ellos la tasa de ahorro público sigue siendo positiva. Como la tasa de inversión pública también desciende ligeramente, el balance ahorro-inversión del sector público experimenta un pequeño descenso y en Austria un leve aumento. Por su parte, el sector privado tiene un comportamiento menos homogéneo: la tasa de ahorro privado crece bastante en Finlandia y algo menos en Francia, pero se reduce en los otros tres; mientras que la tasa de la inversión privada crece en Austria, se mantiene en Alemania y cae en los otros tres, sobre todo en Finlandia. De modo que, el balance ahorro-inversión del sector privado se eleva nueve puntos en Finlandia y tres puntos en Francia, pero retrocede un punto en Alemania y apenas unas décimas en Reino Unido y Austria. En consecuencia, el saldo externo se eleva mu-

cho en Finlandia, también en Francia y ligeramente en Reino Unido, mientras que empeora en Austria y Alemania.

Por lo tanto, en este grupo de países, la tasa de ahorro público cae, aunque se mantiene positiva; a la vez que la tasa de ahorro privado varía con signo distinto según los países y la tasa de inversión privada disminuye en cuatro de ellos. En consecuencia, el balance ahorro-inversión del sector privado y el saldo externo registran resultados distintos en cada país. No se puede encontrar ninguna relación lineal, porque en la evolución de esas tasas interactúan otras variables económicas fundamentales que no se consideran cuando sólo se establecen relaciones unívocas entre dos términos.

## 5. CONCLUSIONES

Desde la firma del Tratado de Maastricht ha tenido lugar una importante modificación de la actividad presupuestaria en los países europeos, registrándose fuertes descensos relativos del gasto público y del déficit fiscal, con una mayor diversidad de situaciones en la evolución del ingreso y de la deuda pública. Los compromisos presupuestarios adquiridos en aquel tratado respondían en parte a la preocupación de los gobiernos por la magnitud que alcanzaban sus déficit y en parte a las exigencias que comportaba la creación de moneda única; pero respondían también a la idea que predominaba en aquel momento a favor de reducir la participación de los gobiernos en las economías.

La reducción del gasto público con respecto al PIB se ha centrado en las transferencias monetarias, los intereses y el gasto de capital. El retroceso relativo de las transferencias resulta lesivo para el nivel de pro-

<sup>21</sup> El caso de Irlanda es distinto porque más del 80% de la inversión procede del exterior.



tección social, mientras que el menor pago de intereses favorece a la economía y la pérdida de gasto de capital perjudica a la actividad económica a través del menor aumento y/o el deterioro del capital público en infraestructuras. En el caso del ingreso público, las principales variaciones se han producido en la elevación de los impuestos indirectos en casi todos los países, la caída generalizada de los otros ingresos corrientes y, según los países, los aumentos o descensos de las cuotas pagadas a la seguridad social, siendo de menor significación los cambios en los impuestos directos y en las transferencias de capital recibidas. Los objetivos de disminución del déficit y de la deuda pública se ven favorecidos por la contracción del gasto público, pero sin guardar una estricta relación directa, pues también influyen la evolución de los ingresos y las políticas financieras de los gobiernos sobre su endeudamiento.

No obstante, pese a las fuertes reducciones experimentadas por el gasto público y el déficit, y en algunos países por el ingreso público, los países europeos presentan una evidente heterogeneidad que se pone de manifiesto cuando se establece su tipología conforme a las dimensiones relativas y a la composición de las variables fiscales. En términos generales, las transferencias significan más de la mitad del gasto, el consumo la cuarta o quinta parte, siendo más diversa la proporción que muestran los otros componentes. En la estructura del ingreso, los tres soportes recaudatorios son los impuestos directos sobre los hogares, los impuestos indirectos y las cuotas a la seguridad social.

La comparación de los datos referidos a la evolución, el tamaño y la estructura de las variables presupuestarias no arroja ningún tipo de relación causal con la dinámica de

crecimiento de los países europeos en el intervalo 1984-2003. Por el contrario, el análisis capta una fuerte diversidad de situaciones en las tres aproximaciones realizadas, es decir, con relación al posible vínculo con el crecimiento registrado en los dos periodos y las cuatro fases cíclicas del intervalo, con relación al posible vínculo entre la demanda pública y la demanda agregada, y con relación al posible vínculo entre el ahorro público y el ahorro y la inversión privada.

No hay dudas de que la demanda pública, así como las transferencias destinadas a la protección social, el pago de intereses y las subvenciones han experimentado una notoria pérdida de protagonismo en la actividad económica europea, sobre todo durante las fases de expansión, ya que en las fases recesivas se observa una mayor presencia. Sin embargo, el crecimiento económico de la mayoría de los países europeos no es mayor en el último período que en los precedentes y, en particular, está lejos de los niveles alcanzados durante la edad de oro, cuando la actividad pública mostraba un mayor dinamismo. Esta constatación insta a interrogarse en qué medida la mediocridad de las tasas de crecimiento económico que registran los países europeos en estos últimos decenios puede estar influida, entre otros factores, por esa pérdida de protagonismo de la actividad pública.

No obstante, la gran diversidad de evidencias que muestran las economías europeas aconseja abandonar la pretensión de encontrar respuestas unívocas entre las variables presupuestarias y el crecimiento económico, considerando que las relaciones que existen entre ambos términos están mediatizadas, a su vez, por otras variables importantes lo que exige análisis más complejos y explicaciones más específicas según las consideraciones previas que se introduzcan.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAMS, B. (1999): «The Effect of Government Size on the Unemployment Rate». *Public Choice*, 99: 3-4.
- AFONSO, A.; EBER, W.; SCHUKNECHT, L. Y THÖNE, M. (2005): «Quality of Public Finances and Growth». European Central Bank, Working paper 438.
- AGELL, J.; OHLSSON, H. Y THOURSIE, P. (2006): «Growth Effects of Government Expenditure and Taxation in Rich Countries: A Comment». *European Economy Review*, 50 (1): 211-218.
- AHMED, S. (1986): «Temporary and Permanent Government Spending in an Open Economy: Some Evidence for the United-Kingdom». *Journal of Monetary Economics*, 17, 2: 197-224.
- AUERBACH, A. (2002): «Is there a role for discretionary fiscal policy?». NBER Working paper 9306.
- BARRO, R. (1974): «Are Government Bonds Net Wealth?». *Journal of Political Economy*, 82: 1095-1117.
- 1990: «Government spending in a simple model of endogenous growth». *Journal of Political Economy*, 98, II:103-125.
- 1991: «Economic Growth in a Cross Section of Countries». *Quarterly Journal of Economics*, 106: 407-443.
- 1997: «Determinants of Economic Growth: A Cross Section Empirical Study». MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- BEETSMA, R. Y UHLIG, H. (1997): «An analysis of the Stability Pact». CEPR Discussion paper 1669.
- BASSANINI, A. Y SCARPETTA, S. (2001): «The Driving Forces of Economic Growth: Panel Data Evidence for the OECD Countries». *OECD Economic Studies*, 33.
- BUTI, M. (2006): «Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective». European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Paper 241.
- EUROPEAN COMMISSION (2005): «Public Finances in EMU 2005». *European Economy*, 3.
- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, R. (2005): «Irlanda: nuevos espacios de producción transnacional». en VV.AA., *Claves de la Economía Mundial 05*. ICEX-ICEI. Madrid.
- FITOUSSI, J.P. (2004): «Reform Proposals for the Stability and Growth Pact». European Parliament, Committee for Economic and Monetary Affairs, Briefing Paper 3.
- FÖLSTER, S. Y HENREKSON, M. (2001): «Growth Effects of Government Expenditure and Taxation in Rich Countries». *European Economy Review*, 45, 1501-1520
- GIUDICE, G.; ROEGER, W.; TURRINI, A. Y IN'T VELD, J. (2003): «The Real effects of Budgetary Adjustments». DG ECFIN, European Commission.
- GRIER, K. Y TULLOCK, G. (1989): «A Empirical Analysis of Cross-National Economic Growth, 1951-1980». *Journal of Monetary Economics*, 24, 2: 259-76.
- HANDLER, H.; KOEBEL, B.; REISS, P. Y SCHRATZENSTALLER, M. (2005): «The Size and Performance of Public Sector Activities in Europe». Austrian Institute of Economic Research (WIFO), Working paper 246.
- HANSSON, P. Y HENREKSON, M. (1994): «A New Framework for Testing the Effect of Government Spending on Growth and Productivity». *Public Choice*, 81: 381-401.
- HEIPERTZ, M. (2003): «The Stability and Growth Pact. Not the best but better than nothing. Reviewing the debate on fiscal policy in Europe's Monetary Union». Max Planck Institute for the Study of Societies, Working paper 03/10.
- HEMMING, R.; KELL, M. Y MAHFOUZ, S. (2002): «The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity. A Review of the Literatura». IMF Working paper, 208.
- HERNÁNDEZ, G. (2005): «Control del déficit y endeudamiento del sector público: El Pacto de Estabilidad y Crecimiento». *Información Comercial Española*, 820, 111-121.
- KRUGMAN, P. (1994): *Vendiendo Prosperidad*. Ariel. Barcelona
- LA PORTA, R. *et al.* (1999): «The quality of Government, Journal of Law, Economics and Organization». 15, 1: 222-279.
- LEACH, G. (2003): «The Negative Impact of Taxation on Economic Growth: New Edition». Reform ([www.reformbritain.com](http://www.reformbritain.com))
- LEHMENT, H. (2002): «European fiscal policies under Stability Pact: Some first insights». Kiel Institute of World Economics, Working Paper 1098.
- OCDE: *Historical Statistical*. Varios números.
- PALAZUELOS, E. (2006): «Fases del Crecimiento Económico de los Países de la Unión Europea-15». Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI), Working Paper 5.

- RUIZ-HUERTAS, J. (2004): «El Pacto de Estabilidad y el Crecimiento en el contexto del debate entre reglas y discrecionalidad». En VV.AA.: *Claves de la Economía Mundial* 04. ICEX-ICEI. Madrid.
- SMITH, D. (2002): «How High Is Tax? How Big Is Spend?», en WARBURTON, P.: *Yearbook of Government Performance*. Institute of Economic Affairs. Londres.
- STEIN, H. (1969): *The Fiscal Revolution in America*. University of Chicago Press. Chicago.
- TANZI, V. (2004): «The Stability and Growth Pact: Its Role and Future». *Cato Journal*, 24: 1-2.
- 2005: «Fiscal Policy and Fiscal Rules in the European Union». Center for Social and Economic Research of Varsovia, Studies & Analyses, 301.
- TANZI, V. Y SCHUKNECHT, L. (2000): *Public Spending in the 20<sup>th</sup> Century: A global Perspective*. Cambridge University Press. Cambridge.
- TURRINI, A. (2004): «Public Investment and the EU Fiscal Framework». European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 202.
- VERDE, A. (2004): «The Stability and Growth Pact in Rainy Days: An alternative view». *Bank of Valletta Review* 30:14-31.

---

# *La productividad total de los factores en los países desarrollados. Componentes y factores determinantes*

404

En este trabajo se lleva a cabo la medición de la productividad total de los factores (*PTF*) de diez sectores industriales en seis países desarrollados mediante la aplicación de técnicas no paramétricas, así como la descomposición de un índice de *PTF* en sus dos componentes «cambio técnico» y «cambio en la eficiencia» y la valoración de la capacidad del capital tecnológico tanto nacional como foráneo para explicarlos. Los resultados ponen de manifiesto la importancia del capital tecnológico nacional y de los *spillovers* tecnológicos internacionales transmitidos a través del comercio para explicar el componente cambio técnico de la *PTF*, no así el «cambio en la eficiencia».

*Lan honetan, hamar industria-sektoretako faktoreen guztizko produktibitatea neurtu da sei herrialde garatutan. Horretarako, teknika ez-parametrikokoak aplikatu dira, faktoreen guztizko produktibitatearen indizea bi osagaitan deskonposatu da («aldaketa teknikoa» eta «eraginkortasunean izandako aldaketa»), eta kapital teknologiko nazionalaren zein atzerriarraren balorazioa egin da, faktoreak azaltze aldera. Emaitzek agerian uzten dute kapital teknologiko nazionala eta merkataritza bidez transmititutako nazioarteko spillover teknologikok garrantzitsuak direla faktoreen guztizko produktibitatearen «aldaketa teknikoa» osagaia azaltzeko; ez, ordea, «eraginkortasunean izandako aldaketa» osagaia azaltzeko.*

This paper provides the calculation of total factor productivity (TFP) in ten manufacturing industries for a sample of six developed countries. To achieve it, two non-parametric approaches have been applied. In one of them, the TFP index has been broken down into its two basic components: technological change and efficiency change and the value of the capacity of both national and foreign R&D capital. The results of our estimates suggest that domestic R&D capital and the spillovers from foreign R&D capital are decisive to account for the technological change. On the contrary, efficiency change cannot be explained by variables that are representative of technological capital.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. La medición de la productividad total de los factores
  3. Los determinantes de la productividad total de los factores
  4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: productividad total de los factores, cambio técnico, cambio en la eficiencia, Törnqvist, Malmquist.

Keywords: total factor productivity, technical change, efficiency change, Törnqvist, Malmquist.

N.º de clasificación JEL: C32, C33, F43, O47.

### 1. INTRODUCCIÓN

La moderna literatura teórica sobre el crecimiento desarrollada en las últimas décadas a partir de los trabajos de Romer (1986) y Lucas (1988) comparte con el viejo paradigma neoclásico el consenso en torno al principal determinante del mismo, la productividad total de los factores (*PTF*). A diferencia de éste, sin embargo, considera que la *PTF* es un resultado endógeno de la propia actividad económica, cuyo crecimiento depende de factores productivos acumulables o reproducibles mediante procesos de inversión que, además, muestran rendimientos no decrecientes.

Así planteada, la primera generación de modelos de crecimiento endógeno presenta dos implicaciones de enorme relevancia. En

primer lugar, y desde el punto de vista de la política económica, se reconoce la posibilidad de que el Estado actúe como impulsor de dicho crecimiento mediante la adecuada implementación de las políticas económicas impulsoras de la productividad. En segundo lugar, y como consecuencia de ello, el eterno debate convergencia *versus* divergencia se inclina a favor de esta última: los rendimientos crecientes y la naturaleza tácita, local y apropiable del progreso técnico garantiza la continuidad del crecimiento económico de los líderes y su alejamiento progresivo de los más rezagados.

A lo largo de la segunda mitad del siglo XX, sin embargo, y en contra de las predicciones teóricas, numerosos estudios empíricos —Barro y Sala i Martin (1992), Evans (1996), entre otros— ponen de manifiesto la convergencia en las tasas de crecimiento de determinados grupos de países. Esta evidencia condicionó la evolución de los desarrollos teóricos dando lugar a una segunda

---

\* Los autores agradecen las valiosas aportaciones efectuadas por los evaluadores anónimos en el proceso de revisión del artículo.

generación de modelos —Aghion y Howitt (1998), Howitt, (1999 y 2000), Howitt y Mayer-Foulkes (2005)— que bajo la denominación de teoría schumpeteriana del crecimiento endógeno reconoce la divergencia a nivel global, pero explica al tiempo la existencia de los denominados «clubes de convergencia» destacando una faceta clave del progreso técnico: su transmisión entre países<sup>1,2</sup>. Cuando la transferencia de tecnología se incorpora en el modelo, se demuestra que sólo los países capaces de acceder a la tecnología denominada *modern R&D* convergerán en las tasas de crecimiento económico a largo plazo. Los países en los que la transferencia de tecnología no sea lo suficientemente intensa o la nación carezca de la necesaria capacidad para implementar la tecnología foránea quedarán relegados, con niveles de renta inferiores a los de los líderes y tasas de crecimiento económico a largo plazo también menores<sup>3</sup>.

La evidencia empírica también muestra resultados inequívocos en torno a la relevancia de la *PTF* en la explicación del crecimiento. El conocido trabajo de Easterly y Levine (2001) establece que el 60% de las

diferencias observadas en las tasas de crecimiento del PIB per cápita entre naciones tienen su origen en diferencias en las tasas de crecimiento de la productividad; Klenow y Rodríguez Clare (1997), por su parte, elevan tal porcentaje al 90%.

Reconocida la importancia de la *PTF* en las expresiones teóricas y empíricas de la literatura sobre crecimiento, las dificultades surgen, sin embargo, en torno a su medición y conceptualización<sup>4</sup>; si bien *PTF* y cambio técnico no deben considerarse en ningún caso sinónimos, existe un claro consenso, cuyo origen se encuentra en el análisis de casos de Griliches (1958), acerca del papel clave de la acumulación de capital tecnológico en la explicación de la *PTF*. Como se ha señalado, además, dicho efecto no se ejerce sólo de forma directa, a través del esfuerzo inversor en I+D en un determinado sector industrial, sino que también se ejerce a través de la transmisión intersectorial e internacional de tecnología cuando la misma genera *spillovers* o externalidades al producir un beneficio superior al coste que supondría generar el capital tecnológico internamente<sup>5</sup>.

En este contexto, el presente trabajo tiene tres objetivos básicos: mejorar la medición de la *PTF*, precisar la aportación relativa de los distintos componentes de la productividad a su crecimiento y, finalmente, indagar en el estudio de los factores determinantes de los citados componentes. En cuanto a la medición, en el segundo epígrafe se calcula la *PTF* de un conjunto de países desarrollados aplicando una serie de ajustes metodológicos propuestos en la literatura de los últimos años y utilizando dos índices alternativos —Törnq-

<sup>1</sup> La predicción de convergencia es también un rasgo común al modelo neoclásico, pero no lo es su causa. Como es sabido, la teoría ortodoxa justificaba la convergencia por la existencia de rendimientos decrecientes en la acumulación de capital.

<sup>2</sup> Otra corriente de investigación, la denominada teoría del crecimiento semi-endógeno [Jones (1995), Kortum, (1997), Segerstrom (1998)], justifica la convergencia observada en las tasas de crecimiento de las naciones desarrolladas admitiendo la existencia de rendimientos decrecientes en el stock de I+D. En contra de esta hipótesis se encuentran ya los primeros modelos schumpeterianos de crecimiento endógeno [Aghion y Howitt (1998), cap.1., Howitt, (1999)] y evidencia empírica [Ha y Howitt (2006)], Madsen (2006)] que demuestra, en los países desarrollados, la validez del supuesto de rendimientos constantes a escala en el stock de I+D.

<sup>3</sup> Los autores tratan de crear una teoría explicativa de lo que Nelson y Phelps (1966) denominaron capacidad de absorción, ligando el concepto a una teoría más amplia de crecimiento basado en la innovación.

<sup>4</sup> Una completa visión sobre el concepto y la medición de la productividad puede verse en OCDE (2001).

<sup>5</sup> Un completo panorama sobre la transmisión internacional de tecnología y su efecto sobre el crecimiento económico puede verse en Mohnen (2001).

vist y Malmquist— para valorar las diferencias obtenidas en su medición bajo distintos supuestos. Una vez valoradas las diferencias existentes entre ambos índices, se procederá a la descomposición del índice de Malmquist en sus dos componentes, cambio técnico y eficiencia; finalmente, en el tercer epígrafe, se estudiará el papel de la inversión en I+D como determinante de cada uno de estos dos componentes. A este respecto conviene destacar que no sólo se analizará la influencia del esfuerzo inversor realizado por el propio país en cada sector industrial sino que, atendiendo a los más recientes desarrollos teóricos de la teoría del crecimiento endógeno, se valorará el efecto de las externalidades tecnológicas transmitidas internacionalmente a través del comercio (*spillovers* tecnológicos internacionales). El artículo concluye con un apartado de conclusiones.

## 2. LA MEDICIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

En principio es posible distinguir dos aproximaciones a la productividad: la

aproximación frontera —propuesta inicialmente por Farrell (1957)— y la aproximación no frontera- con origen en los trabajos de Tinbergen (1942), Abramovitz (1956), Solow (1957), y Griliches y Jorgenson (1966). La principal diferencia radica en el tratamiento de la eficiencia que se efectúa en ambas técnicas; mientras la aproximación frontera identifica y estudia la eficiencia de las unidades económicas y asume la posibilidad de que exista ineficiencia técnica, la aproximación no frontera considera que las unidades económicas son técnicamente eficientes.

El cuadro n.º 1 muestra los diferentes métodos dentro de cada una de estas aproximaciones.

Como puede observarse, tanto la aproximación frontera como la aproximación no frontera pueden calcularse utilizando métodos paramétricos o métodos no paramétricos. Los métodos paramétricos se concretan en la estimación econométrica de un modelo que puede ser objeto de validación estadística, conduce a diversos resultados según la forma funcional que se admita

Cuadro n.º 1

### Métodos de medición de la productividad total de los factores

	Aproximaciones no frontera	Aproximaciones frontera
Métodos paramétricos	Estimaciones econométricas de: — Funciones de producción promedio — Funciones de costes promedio	— Fronteras de producción estocásticas — Aproximación bayesiana
Métodos no paramétricos	Números índice	Índice de Malmquist estimado mediante modelos de programación matemática (DEA)

Fuente: Elaboración propia.

para el mismo y plantea dos problemas recurrentes<sup>6</sup>: el de agregación y el derivado de suponer la estabilidad en el tiempo de la función de producción. Por el contrario, la estimación no paramétrica, si bien no impone ninguna forma funcional al modelo, no puede validarse mediante los oportunos contrastes estadísticos.

En este trabajo, y con objeto de comparar los resultados obtenidos al calcular la *PTF* con métodos y supuestos alternativos en torno a la eficiencia, se han realizado dos aproximaciones no paramétricas de este indicador; una de ellas —el índice de Törnqvist— es una aproximación no frontera, y la otra —el índice de Malmquist— es una estimación frontera que permite distinguir el componente «cambio técnico» y el componente «cambio en la eficiencia». El componente «cambio técnico» refleja el desplazamiento de la frontera de posibilidades de producción y, desde ese punto de vista, puede considerarse equiparable al residuo de Solow que, como es sabido, se calcula bajo el supuesto de comportamiento optimizador. Por otra parte, cualquier movimiento de acercamiento a la frontera representa una mejora en la eficiencia técnica, que puede tener su origen en la acumulación de conocimiento vía *learning by doing*, difusión de tecnología, mejora en las prácticas directivas, etc.

Conceptualmente, existe una diferencia fundamental entre la aproximación a la *PTF* a través de índice de Törnqvist y la aproximación frontera índice de Malmquist. La diferencia se concreta en el tratamiento de los precios. La aproximación por Törnqvist supone que los precios son competitivos de tal modo que los factores se remuneran mediante su producto marginal y las partici-

paciones de las rentas factoriales son, por tanto, ponderaciones adecuadas a la hora de agregar las productividades factoriales para construir la *PTF*. Por el contrario, el índice de Malmquist se elabora a partir de estadísticas de producción y las cuotas de participación son el resultado de los precios sombra del programa lineal que determina la frontera de posibilidades de producción.

## 2.1. Medición de la productividad total de los factores mediante la construcción de fronteras no paramétricas

El índice de Malmquist constituye la aproximación no paramétrica de tipo frontera por excelencia. Su introducción se debe a Caves *et al.* (1982), si bien su generalización no se produce hasta que Färe *et al.* (1994) demostraron que tal índice podría calcularse a través de un método no paramétrico de programación lineal.

Las herramientas básicas de cálculo del índice de Malmquist son las funciones distancia cuyo origen se atribuye a Shephard (1970). Estas funciones se definen en relación a la tecnología de producción o espacio formado por el conjunto de inputs y outputs de un proceso de producción que son técnicamente factibles, es decir:

$$S^t = \{(x, y) : x \text{ puede producir } y\} \quad (1)$$

donde  $x$  e  $y$  denotan, respectivamente, el vector de inputs y outputs y  $S^t$  el conjunto de posibilidades de producción.

En el caso de un solo output, la tecnología puede representarse a través de la función de producción o límite de la tecnología de producción, es decir:

$$F(x) = \text{máx} \{ y : (x, y) \in S^t \} \quad (2)$$

<sup>6</sup> Lipsey y Carlaw (2004).



Delimitada de esta forma la tecnología de producción, la función distancia de una observación cualquiera  $(x, y)$  permite proyectar dicha observación a la frontera de producción de referencia. En función de que la proyección se realice sobre el eje de inputs o sobre el eje de outputs se obtienen las funciones distancia orientadas al input ( $D_I$ ) u output ( $D_O$ ), respectivamente, cuya formulación es la siguiente:

$$D_I(x, y) = \sup \left\{ \lambda : \left( \frac{x}{\lambda}, y \right) \in T \right\} \quad (3)$$

$$D_O(x, y) = \inf \left\{ \theta : \left( x, \frac{y}{\theta} \right) \in T \right\} = \left( \sup \{ \theta : (x, \theta y) \in T \} \right)^{-1} \quad (4)$$

$D_I(x, y)$  constituye la máxima contracción radial posible de los inputs que permiten mantener el nivel de output. Análogamente  $D_O(x, y)$  constituye el recíproco de la máxima expansión radial de outputs técni-

camente factible a partir de los inputs empleados.

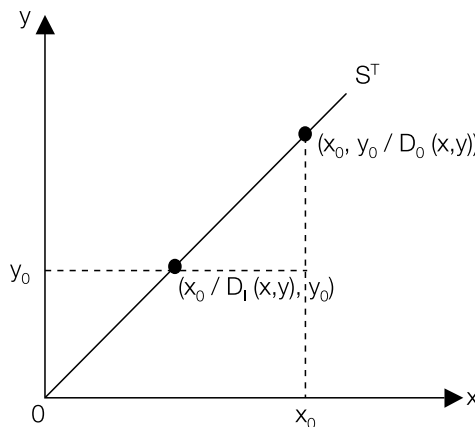
El gráfico n.º 1 ayuda a interpretar geométricamente las funciones distancia.

En lo que sigue centraremos la atención en las funciones distancia orientadas al output ya que, como señalan Krüger *et al.* (2000), esta orientación resulta más adecuada en los estudios de índole macroeconómica, donde los objetivos de crecimiento se traducen en alcanzar los mayores niveles de producto posible dada la dotación de recursos existente y no en lograr un producto determinado con un nivel mínimo de inputs.

Tomando como base estas funciones distancia Caves *et al.* (1982) definieron los denominados índices de productividad de Malmquist (IPM) que permiten aproximar el crecimiento de la PTF de una unidad productiva determinada en un

Gráfico n.º 1

**Funciones distancia orientadas al input ( $D_I$ ) y al output ( $D_O$ )**



Fuente: Färe *et al.* (1998).

periodo de tiempo<sup>7</sup>. El planteamiento de estos índices se concreta en comparar la posición de la unidad evaluada con respecto a la frontera de producción de cada uno de los periodos mediante proyecciones a dicha frontera a través de las funciones distancia.

En concreto, el índice de productividad de Malmquist orientado al output y referido a la tecnología del periodo  $t$  queda definido como:

$$M_o^t(x, y) = \frac{D_o^t(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^t(x^t, y^t)} \quad (5)$$

De manera análoga se define el índice de Malmquist orientado al output y referido a la tecnología del periodo  $t+1$ :

$$M_o^{t+1}(x, y) = \frac{D_o^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^{t+1}(x^t, y^t)} \quad (6)$$

Ambos permiten aproximar el crecimiento de la *PTF* entre los dos periodos como fácilmente se demuestra sobre la base del gráfico n.º 2.

En efecto, el *IPM* orientado al output y referido a la tecnología  $S^t$  queda definido en términos geométricos como:

$$M_o^t(x, y) = \frac{D_o^t(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^t(x^t, y^t)} = \frac{Oc}{Oa} = \frac{Oa}{Ob} \quad (7)$$

que coincide con el crecimiento de la *PTF* en términos de distancias verticales sobre la

<sup>7</sup> En Färe y Grosskopf (1996) se demuestra que si la tecnología de producción exhibe rendimientos constantes a escala el índice de Malmquist iguala a la tasa de crecimiento de la productividad definida como:

$$PTF = \frac{\frac{y_{t+1}}{x_{t+1}}}{\frac{y_t}{x_t}}$$

tecnología del periodo  $t^8$ . De manera similar, el *IPM* orientado al output y referido a la tecnología  $S^{t+1}$  se define sobre la base del gráfico n.º 2 en términos geométricos como:

$$M_o^{t+1}(x, y) = \frac{D_o^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^{t+1}(x^t, y^t)} = \frac{Od}{Of} = \frac{Oa}{Of} = \frac{Od}{Og} \quad (8)$$

valor que aproxima el crecimiento de la *PTF*, medido éste en términos de distancias verticales sobre la tecnología del periodo  $t+1$ <sup>9</sup>.

La medida que proporcionan ambos índices no tiene por qué coincidir al estar condicionada por la tecnología que se utilice como referencia. Para solucionar este problema Färe *et al.* (1994) proponen aproximar el crecimiento de la productividad a partir de la media geométrica de los dos índices de Malmquist anteriores, es decir como:

$$M_o(x^t, y^t, x^{t+1}, y^{t+1}) = \left[ \frac{D_o^t(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^t(x^t, y^t)} \frac{D_o^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^{t+1}(x^t, y^t)} \right]^{1/2} \quad (9)$$

versión ésta del índice que se utiliza más habitualmente en los trabajos aplicados. Un valor de este índice superior a la unidad es indicativo de crecimiento de la productividad entre los dos periodos.

<sup>8</sup> Ciertamente:

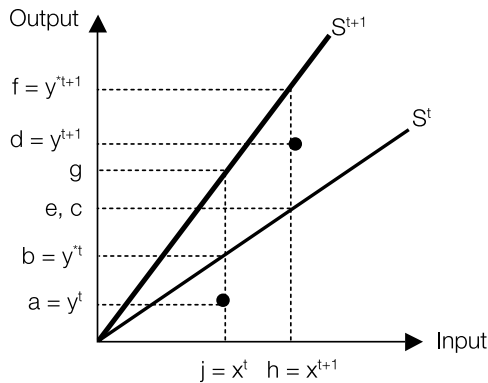
$$\frac{Od}{Oa} = \frac{Oa}{Oh} = \frac{y^{t+1}}{x^{t+1}} = \frac{y^t}{x^t} = \Delta PTF$$

<sup>9</sup> En efecto sobre el gráfico n.º 2 puede establecerse que:

$$\Delta PTF = \frac{\frac{y^{t+1}}{x^{t+1}}}{\frac{y^t}{x^t}} = \frac{Od}{Oa} = \frac{Oa}{Oh} = \frac{Od}{Og}$$

Gráfico n.º 2

**Índice de productividad de Malmquist orientado al output**



Fuente: Elaboración propia a partir de Färe *et al* (1994).

El índice anterior puede descomponerse en dos elementos que aproximan el cambio de eficiencia y el cambio técnico, ya que como demostraron Färe *et al.* (1994) sencillas operaciones matemáticas permiten establecer la siguiente relación:

$$M_o(x^t, y^t, x^{t+1}, y^{t+1}) = \frac{D_o^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^t(x^t, y^t)} \left[ \frac{D_o^t(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_o^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})} \frac{D_o^t(x^t, y^t)}{D_o^{t+1}(x^t, y^t)} \right]^{1/2} \quad (10)$$

De ella se deduce que el crecimiento total de la PTF o índice de Malmquist puede desagregarse en dos componentes. El primero (recogido en el primer cociente entre funciones distancia) mide el grado de convergencia a la frontera de producción que experimenta la observación evaluada en el periodo estudiado, es decir, la variación de su eficiencia productiva debida a la acumulación de conocimiento, a la difusión de la tecnología existente y/o a la mejora en la gestión de los recursos (*catching up*). Valores de este indicador superiores a la unidad son indicativos de aproximación a la fronte-

ra o convergencia. Valores inferiores a uno se corresponden con pérdidas de eficiencia. El segundo componente (producto de dentro del paréntesis) cuantifica la distancia media entre las funciones de producción de los dos periodos en los niveles de utilización de inputs  $x^t$  y  $x^{t+1}$ , es decir, aproxima el cambio técnico o el efecto innovación tecnológica materializado en desplazamiento de la frontera de producción. Valores superiores a la unidad en este caso son indicativos de progreso técnico.

La cuantificación del índice de Malmquist y de sus componentes pasa, por tanto, por calcular las funciones distancia correspondientes. En la literatura se distinguen varias maneras de hacerlo. De todas ellas presenta un gran interés la que apoya los cálculos en la resolución de un problema de programación matemática tipo análisis envolvente de datos [Charnes *et al.*, (1978)]. Los principales atractivos de esta técnica de estimación residen en su capacidad para trabajar simultáneamente con múltiples inputs

y outputs sin necesidad de agregarlos mediante ponderaciones arbitrarias y en que no requiere especificar una forma funcional determinada para la tecnología de producción subyacente en los datos. Con esta metodología la función distancia de una observación  $r'$  en el periodo  $t$  es estimada a partir de la resolución de un problema de programación lineal como el siguiente:

$$\left[ D_o^t(x^{r',t}, y^{r',t}) \right]^{-1} = \text{máx} \theta^{r'}$$

s.a.

$$\sum_{r=1}^R \lambda^{r,t} y_m^{r,t} \geq \theta^{r'} y_m^{r',t} \quad m = 1, \dots, M \quad (11)$$

$$\sum_{r=1}^R \lambda^{r,t} x_n^{r,t} \leq x_n^{r',t} \quad n = 1, \dots, N$$

$$\lambda^{r,t} \geq 0 \quad r = 1, \dots, R$$

donde  $x_n$  e  $y_m$  representan, respectivamente, los inputs y outputs del proceso de producción que lleva a cabo la entidad  $r'$ , y  $r = 1, \dots, R$  las unidades muestrales con las que se compara su comportamiento.

Análoga es la estructura del problema que permite calcular la función distancia del periodo  $t+1$  (simplemente hay que sustituir  $t$  por  $t+1$  en el problema anterior). En cuanto a la función distancia,  $D_o^t(x^{t+1}, y^{t+1})$  se calcula de manera similar pero sustituyendo el superíndice  $t$  por el  $t+1$  en el lado derecho de las restricciones. Igualmente el cómputo de la función  $D_o^{t+1}(x^t, y^t)$  se realiza sustituyendo el superíndice  $t$  por el  $t+1$  en el lado izquierdo de las restricciones del modelo. Este es el planteamiento de cálculo del programa *On Front* utilizado en este trabajo para calcular el índice de Malmquist, cuyos resultados se recogen más adelante. Las variables utilizadas para estimar el índice fueron calculadas tal y como se detalla en el apéndice. Concretamente, como variable representativa del output se calculó el

VAB ajustado por el ciclo,  $\hat{Y}$ , mientras que los inputs capital y trabajo se valoraron mediante el stock de capital físico,  $K$ , y las horas trabajadas,  $L$ , respectivamente.

## 2.2. Medición de la productividad total de los factores mediante la aproximación no frontera de números índices.

A diferencia de lo que ocurre con las estimaciones paramétricas, la aproximación de la teoría de los números índices a la medición de la *PTF* no necesita partir de la existencia de una función de producción agregada, ya que la propia teoría establece explicaciones para la agregación y axiomas sobre la preferencia de determinados índices por sus propiedades deseables.

Un índice de *PTF* mide el cambio en el nivel de output producido en relación al cambio en el nivel de todos los inputs utilizados en el proceso productivo entre dos períodos de tiempo o entre dos unidades productivas. Su propósito es permitir comparaciones multilaterales de varios individuos en un momento dado o de un individuo entre varios periodos y en su elaboración se asumen rendimientos constantes a escala, eficiencia técnica y económica de las unidades productivas, y mercados competitivos.

$$\text{Índice de } PTF_{r,t} = \frac{\text{Índice de output real}_{r,t}}{\text{Índice de cantidad de inputs}_{r,t}} \quad (12)$$

$r, t =$  unidades productivas, años.

Para construir el índice del output en un sector los diferentes tipos de output se ponderan por su participación en el total y para construir un índice de inputs los diferentes inputs se ponderan por su participación en el coste total, como aproximación a sus correspondientes elasticidades de producción.

Dado que en este trabajo se van a efectuar comparaciones multilaterales en un panel de datos con dimensión espacial y temporal, los índices idóneos son los de ponderaciones encadenadas como Fisher o Törnqvist (para evitar el sesgo de los índices con base fija) transformados mediante el método de Elteto-Koves-Szulc (EKS) tal y como proponen Caves *et al* (1982) con la finalidad de hacerlos transitivos<sup>10</sup>. Además, estos dos índices son «superlativos» ya que pueden derivarse de una determinada forma funcional de la función de producción (cuadrática y translogarítmica respectivamente).

Así, con las mismas variables utilizadas en los índices de Malmquist- VAB ajustado por el ciclo<sup>11</sup>, stock de capital físico y horas trabajadas-se derivaron índices Törnqvist multilaterales transitivos, si bien, en este caso, para evitar la volatilidad y paliar los problemas de medición de la *PTF* se estimó además la participación de las rentas del

trabajo<sup>12</sup>. Los índices tomaron base 100 en 1997 para cada individuo (los sectores de los distintos países) y se calcularon con la siguiente fórmula:

$$\ln PTF_{z,r} = (\ln Y_z - \ln Y_r) - \left[ \frac{1}{2}(\hat{s}_z + \bar{s})(\ln L_z - \ln L) + \left[ \left(1 - \frac{1}{2}(\hat{s}_z + \bar{s})\right) (\ln K_z - \ln K) \right] \right. \\ \left. - \left[ \frac{1}{2}(\hat{s}_r + \bar{s})(\ln L_r - \ln L) - \left[ \left(1 - \frac{1}{2}(\hat{s}_r + \bar{s})\right) (\ln K_r - \ln K) \right] \right] \right] \quad (13)$$

donde  $z$  y  $r$  son dos observaciones distintas (por ejemplo, dos países durante el mismo año o el mismo país en dos años),  $\overline{\ln X} = \frac{1}{M} \sum_{n=1}^M \ln X_n$  siendo  $M$  el número total de observaciones de la muestra y  $X = K$  o  $L$ , y  $\bar{s}$  es la media aritmética de la participación de las rentas del trabajo en el coste total para las observaciones de la muestra.

### 2.3. Cálculos y resultados

En este apartado se explican los resultados obtenidos con la aplicación de las metodologías explicadas —índice de Malmquist e índice de Törnqvist— al cálculo de la *PTF*. Dado que las medidas de *PTF* deben ser comparables tanto entre sectores como entre países, el análisis empírico sólo ha podido realizarse para la manufactura industrial de seis países desarrollados para los que la información disponible era suficientemente detallada y homogénea: Finlandia, Francia, Italia, Estados Unidos, Canadá y España<sup>13</sup>. Este condicionante, lógicamente, ha de tenerse en cuenta al interpretar los resultados que se exponen en

<sup>10</sup> Coelli *et al.* (2003: págs. 84-86) explican en detalle este método. La interpretación intuitiva es la siguiente: una comparación entre dos individuos se obtiene comparando primero cada individuo con el individuo promedio y comparando entonces las diferencias en los niveles individuales en relación al individuo promedio. Es importante resaltar que la condición de transitividad implica que la inclusión de individuos adicionales a la muestra requerirá recalcular de nuevo todos los índices.

<sup>11</sup> Basu y Fernald (2001) señalan siguiendo a Hulten (1986) que el índice Törnqvist también es la aproximación temporal discreta exacta de la ecuación en tiempo continuo de la función de producción que incluye la utilización de la capacidad productiva. Hulten (1986) demuestra que la aproximación Törnqvist a esta ecuación puede implementarse usando los precios observados de los inputs (las participaciones de las rentas del trabajo observadas), bajo los supuestos de rendimientos constantes y competencia perfecta, y sólo un input cuasi-fijo (por ejemplo, el capital). En este caso, ya que los precios de los inputs observados dan las participaciones correctas del trabajo y las participaciones de los inputs suman la unidad, la participación del capital se toma de forma residual.

<sup>12</sup> Como se ha señalado con anterioridad, en el anexo 1 se ofrece una exposición detallada de las fuentes de datos y la estimación de las variables.

<sup>13</sup> Debe subrayarse que la ausencia de deflatores de formación bruta de capital con los que se calculan los stocks de capital sectorial y, en consecuencia, los índices de la *PTF* ha impedido trabajar con una muestra de países desarrollados más amplia.

el apartado siguiente. En conjunto, se reunió una muestra de 1.320 observaciones. Los datos corresponden al periodo 1979-2001 y comprenden diez agregaciones sectoriales de la manufactura de los seis países. Los sectores considerados son: Productos de alimentación, bebidas y tabaco (sectores 15-16 de la ISIC Rev. 3); Textil (17-19); Papel, artículos de impresión y publicidad (21-22); Química y productos químicos (24); Caucho y productos plásticos (25); Otros productos de minerales no metálicos (26); Productos de metales básicos y productos de fabricados metálicos (27-28); Maquinaria y equipos (n.c.o.p.) (29); Equipos eléctricos y ópticos (30-33) y Equipos de transporte (34-35).

El cuadro n.º 2 contiene, para cada país y rama considerada, el crecimiento de la *PTF* durante el período estudiado<sup>14</sup>, calculada ésta tanto con el índice de Malmquist como con el Törnqvist. Al comparar los índices de *PTF* de Malmquist con los de Törnqvist se concluye que, pese a calcularse con procedimientos y supuestos diferentes, muestran una elevada correlación estadística, tal como se recoge en la última columna.

Como puede observarse en el cuadro n.º 2 el índice de Malmquist presenta valores más elevados que el de Törnqvist en los países europeos y, en cambio, ocurre lo contrario en Estados Unidos y Canadá. Entre todos los factores explicativos de tales discrepancias —véase por ejemplo Caves *et al* (1982b)— el mayor valor del índice de Törnqvist frente al Malmquist en EE.UU. y Canadá podría reflejar una mejora promedio en la eficiencia asignativa (disminución de la ineficiencia) en estos dos países du-

rante el periodo analizado. El mayor valor del índice Malmquist frente al Törnqvist en los países europeos podría reflejar precisamente el proceso contrario, un sesgo negativo por alejamiento del óptimo en este último índice. Esta explicación estaría de acuerdo con los resultados de Scarpetta *et al.* (2002), Nicoletti y Scarpetta (2005), y Conway *et al* (2006). Según estos trabajos la economía europea adolece de unas regulaciones tanto en el mercado de productos como en el mercado laboral que, al frenar la competencia, impiden la adopción de las inversiones necesarias y los reajustes necesarios para mejorar la productividad y cerrar el *gap* con la economía estadounidense.

Un argumento similar permitiría explicar el comportamiento de dos sectores —Productos de alimentación, bebidas y tabaco y en TIC—, en los que el índice de Malmquist muestra mayores valores que el de Törnqvist. Se trata de sectores en los que —tal y como demuestran Scarpetta *et al.* (2002)— el exceso de regulación en los mercados de productos puede dificultar la entrada de nuevas empresas lo que provocaría pérdidas de eficiencia asignativa que explicarían la divergencia entre ambos índices.

El cuadro n.º 2 recoge asimismo los resultados obtenidos con la disgregación del índice de Mamquist en sus dos componentes: cambio en la eficiencia y cambio técnico. Obsérvese que en todos los países se contabilizaron mejoras en la eficiencia y, sobre todo, en el cambio técnico que permitieron elevar la *PTF*. Sin embargo, la evolución durante el período ofrece algunas singularidades dignas de mención. Finlandia, por ejemplo, lideró los avances en la *PTF*, consiguiendo un ritmo medio anual acumulativo del 7,20%, que

<sup>14</sup> Para una comparación gráfica de la *PTF* sectorial calculada con el índice de Törnqvist puede consultarse Sanaú *et al* (2006).

Cuadro n.º 2

**Indicadores de crecimiento de la productividad total de los factores por país y por rama sectorial**

	Cambio en eficiencia	Cambio técnico	Índice de Malmquist	Índice de Törnqvist
<b>País</b>				
Finlandia	2,18	4,99	7,20	7,06
Francia	0,75	2,77	3,26	3,01
Italia	0,19	3,00	2,86	2,13
Estados Unidos	0,24	2,13	2,16	2,96
Canadá	0,44	2,01	1,90	2,13
España	0,31	1,95	1,91	1,86
Promedio	0,69	2,81	3,21	3,19
Desviación típica	1,33	2,15	3,74	3,68
<b>Rama de la manufactura</b>				
Productos de alimentación, bebidas y tabaco	0,71	-0,33	0,26	-0,13
Textil	0,16	1,75	1,92	2,29
Papel, artículos de impresión y publicidad	0,39	-1,34	-0,98	-0,42
Química y productos químicos	0,02	2,26	2,23	2,32
Caucho y productos plásticos	0,66	0,77	1,09	2,69
Otros productos de minerales no metálicos	-0,09	1,12	0,91	1,50
Productos de metales básicos y productos de fabricados metálicos	0,30	1,80	1,97	2,14
Maquinaria y equipos (n.c.o.p)	-0,13	4,02	3,76	6,21
Equipos eléctricos y ópticos (TIC)	0,59	13,34	12,44	12,04
Equipos de transporte	0,61	0,66	1,17	1,74
Promedio	0,32	2,40	2,48	3,04
Desviación típica	0,03	0,77	0,59	2,00

Nota: Tasas ponderadas por el VAB en unidades monetarias de 1997.

Las tasas promedio son medias aritméticas de las tasas ponderadas de los distintos países.

Fuente: Elaboración propia a partir de las bases de datos STAN y ANBERD de la OCDE y de las estadísticas del Groningen Growth and Development Centre (GGDC).

en el cambio técnico fue del 4,99% y en el de la eficiencia del 2,18%. Francia también ofrece un balance positivo, si bien la tasa de crecimiento de su *PTF* fue sólo del 3,26%, dado que las mejoras en la eficiencia fueron dos tercios inferiores a las finlandesas y las del cambio técnico en torno a la mitad.

En el resto de países, los cambios en la eficiencia influyeron poco en los de la *PTF*. En Italia, por ejemplo, la eficiencia apenas creció (0,19% anual) por lo que la mayor parte del crecimiento de su *PTF* se explica básicamente por el del cambio técnico (3% anual). Estados Unidos presenta un aumento del cambio técnico y de la *PTF* menos favorables que el italiano y una evolución algo mejor de la eficiencia. Por último, Canadá y España muestran un comportamiento similar, puesto que son las economías con más bajas tasas de crecimiento de la *PTF* y del cambio técnico.

Por sectores, las mejoras en el cambio técnico también tendieron a ser mayores que en la eficiencia. Todas las ramas industriales, salvo Productos de alimentación, bebidas y tabaco y Papel, artículos de impresión y publicidad, desplazaron su frontera de producción por innovaciones tecnológicas, siendo el progreso técnico considerable en *TIC* y -a notable distancia- en Maquinaria y equipos (n.c.o.p.) y Química y productos químicos.

En cuanto a los cambios en la eficiencia, Productos de alimentación, bebidas y tabaco, Caucho y productos plásticos y Equipos de transporte registraron los mayores avances, lógicamente acompañados de los anotados por *TIC* y, por el contrario, la eficiencia retrocedió en Otros productos de minerales no metálicos y Maquinaria y equipos (n.c.o.p.)

Especialmente interesantes resultan los resultados relativos al sector de las tecnologías de la información y la comunicación en cuyo papel se ha centrado gran parte de la discusión sobre el crecimiento económico de los últimos años. Siguiendo a la OCDE (2003), los tres principales canales a través de los cuales estas tecnologías pueden influir en el crecimiento son: i) la aceleración de la productividad en los propios sectores productivos de *TIC* y el creciente tamaño de estos sectores; ii) la intensificación de la inversión en equipos con tecnologías de la información y la comunicación y la consiguiente mejora en la productividad laboral; y iii) los efectos desbordamiento sobre la productividad emanados de estas tecnologías. Respecto al primer canal, ya se ha observado en el cuadro n.º 2 cómo es el sector con mayor cambio técnico; en cuanto al segundo canal, la disponibilidad de datos de capital desglosado por tipos de activo -como los de Mas *et al* (2005)-, permitirá establecer la vinculación entre este tipo de inversión y los cambios técnico y en eficiencia. El impacto sobre esta última puede verse sometido a una evolución temporal en la que inicialmente los países que tardan en adoptar estas nuevas tecnologías queden rezagados respecto a la frontera tecnológica y, asimismo, que las mejoras en productividad de los que las adoptan sigan una forma de U invertida (ya que durante la primera fase no pueden explotarse todas las potencialidades de la nueva tecnología por falta de activos complementarios como capital humano o infraestructuras). En cuanto al tercer canal, los efectos desbordamiento de las *TIC* son, sin duda, responsables de parte de las mejoras del resto de sectores, tal y como se demuestra en López-Pueyo *et al* (2009).



### 3. LOS DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

Como se ha señalado anteriormente, el índice de Malmquist presenta ventajas frente al índice de Törnqvist por cuanto permite distinguir entre alteraciones de la capacidad tecnológica y la eficiencia. Ambos componentes del incremento en la *PTF* pueden verse afectados por las dotaciones de capital tecnológico de cada país las cuales, a su vez, pueden ser el reflejo de la inversión en I+D efectuada en cada nación o bien el resultado de la transmisión internacional de tecnología a través de diversos canales como pueden ser los pagos tecnológicos, la inversión extranjera directa y el comercio internacional. Entre las diversas opciones posibles, esta investigación se centra en el comercio internacional como vehículo transmisor de la tecnología foránea, siguiendo las extensiones de los modelos de crecimiento endógeno en economías abiertas de Barro y Sala i Martín (1995) y Grossman y Helpman (1991), y la abundante literatura empírica que, a partir del trabajo de Coe y Helpman (1995), corrobora la existencia de beneficios indirectos que se obtienen de la tecnología foránea a través del comercio internacional.

En concreto, en este apartado se pretende responder a las siguientes cuestiones ¿es el esfuerzo inversor en I+D nacional o foráneo un determinante fundamental del componente cambio técnico?, ¿y de la eficiencia?; si es así ¿cuál de los dos stocks tecnológicos tiene mayor influencia en cada caso?

Se partirá de una especificación inspirada en los modelos de crecimiento endógeno para economías abiertas cuya contras-

tación empírica se llevará a cabo con un nivel de desagregación sectorial tal y como se efectúa en Braconier y Sjöholm (1998), Keller (2002) o Frantzen (2001):

$$\begin{aligned} \text{Log } ICT_{ijt} &= \alpha_{ij} + \alpha^{sd} \log R^{sd}_{ijt} + \\ &+ \alpha^{sf} \log R^{sf}_{ijt} + \alpha^o \log R^o_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (14)$$

$$\begin{aligned} \text{Log } EFI_{ijt} &= \alpha_{ij} + \alpha^{sd} \log R^{sd}_{ijt} + \\ &+ \alpha^{sf} \log R^{sf}_{ijt} + \alpha^o \log R^o_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (15)$$

donde *ICT* y *EFI* representan los dos componentes de la *PTF* derivados del índice de Malmquist, el índice de cambio técnico y el índice de eficiencia técnica, respectivamente;  $\alpha$  representa los efectos fijos, introducidos para cada individuo (los distintos sectores de cada país); *i*, denota los diferentes sectores; *j*, los países y *t* identifica el año.

$R^{sd}$  es el capital tecnológico propio de cada individuo, variable con la que se pretende evaluar la efectividad del esfuerzo inversor en I+D desarrollado dentro del propio sector y país sobre el cambio técnico y la eficiencia.

Con objeto de distinguir el efecto del esfuerzo inversor en tecnología autóctono del generado más allá de las fronteras nacionales, la segunda variable del modelo,  $R^{sf}$ , representa el capital tecnológico correspondiente al mismo sector foráneo en cuya definición se incluye la tasa de apertura media del país. Con esta variable se valora, por un lado, si los componentes de la *PTF* guardan alguna relación con la procedencia geográfica de importaciones de productos pertenecientes al mismo sector (el denominado «efecto composición del comercio internacional») y, por otro, si existe alguna relación entre la mayor apertura del país y su nivel de cambio técnico y eficiencia («efecto nivel de comercio internacional»). La idea subyacente al efecto «composición» es que, si el comer-

cio internacional es uno de los vehículos de transmisión del conocimiento tecnológico, los países que importan fundamentalmente de naciones con un elevado capital tecnológico percibirán más externalidades tecnológicas y, por lo tanto, el cambio técnico en sus sectores será mayor que si los bienes proceden de economías con un capital tecnológico más reducido. Por otra parte, el efecto nivel implica que, a igual composición de importaciones, el país más abierto se beneficiará más de la I+D foránea.

Desde una perspectiva sectorial conviene además distinguir la influencia sobre la *PTF* de la tecnología generada nacional e internacionalmente en el mismo sector de la que ejerce la tecnología originada en otros sectores. Para valorar este aspecto se ha incorporado una tercera variable,  $R_{ijt}^0$  representativa del stock de conocimiento generado en otros sectores en cuya construcción se ha considerado tanto la inversión en I+D efectuada dentro del propio país como la efectuada en los países con los que se comercia <sup>15</sup>.

Finalmente  $\alpha^{sd}$ ,  $\alpha^{sf}$ ,  $\alpha^o$  representan, respectivamente, las elasticidades del cambio técnico o la eficiencia con respecto al capital tecnológico del mismo sector nacional, al mismo sector foráneo y a otros sectores nacionales y foráneos.

Para calcular dotaciones del capital tecnológico se utilizó el método de inventario permanente partiendo de los datos de I+D y comercio de la base STAN (OCDE). Las dotaciones sectoriales se expresaron en dólares de 1997 utilizando la paridad de

poder adquisitivo (PPA) del PIB que publica la OCDE <sup>16</sup>.

Para llevar a cabo la contrastación empírica del modelo, puesto que se dispuso de una serie temporal de datos para diversas unidades transversales, se estudiaron las diversas técnicas de estimación de cointegración con paneles de datos. En el contexto de cointegración, las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) son consistentes, pero no eficientes porque tienen una distribución asintótica que depende de parámetros *nuisance* debido a la correlación serial en el término de error y a la endogeneidad de los regresores provocada por una causalidad tipo Granger <sup>17</sup>. Tal sesgo provoca la aparición de valores del estadístico *t* de Student sobrevalorados que pueden llevar a considerar significativa una variable que no lo es en ausencia de sesgos.

Los estimadores *DOLS* (*dynamic ordinary least squares*) propuestos por Stock y Watson (1993) evitan los sesgos de los MCO. Los *DOLS* se obtienen a partir de la estimación mínimo cuadrática ordinaria de una regresión en la que la variable dependiente está en función de una constante, los niveles contemporáneos de las restantes variables, así como los retardos y adelantos de sus primeras diferencias, lo que corrige la endogeneidad de los regresores y permite estimar la senda dinámica de equilibrio a largo plazo <sup>18</sup>.

<sup>16</sup> En el apéndice se presenta una descripción detallada del método de cálculo de los distintos stocks tecnológicos.

<sup>17</sup> En efecto, la endogeneidad de los regresores y la correlación serial generan un sesgo de segundo orden que tiene su origen en la covarianza unilateral a largo plazo entre el término de error y la primera diferencia de las variables explicativas. Véase Phillips (1995).

<sup>18</sup> Adicionalmente, la correlación serial se corrige mediante un procedimiento de mínimos cuadrados generalizados. El método *DOLS* es idóneo para cualquier tipo de cointegración: heterogénea, homogénea o

<sup>15</sup> La consideración aislada de dos variables representativas del esfuerzo inversor de «otros sectores nacionales» y «otros sectores foráneos» originaba problemas derivados de la pérdida de grados de libertad, por lo que se consideró preferible estimar el modelo con tan sólo tres variables.

Cuadro n.º 3

**Determinantes tecnológicos del cambio técnico**

Ecuación		R <sup>sd</sup>	R <sup>sf</sup>	R <sup>o</sup>	R <sup>2</sup>
(14)	ICT	0,111** (2,839)	0,166*** (2,287)	0,009 (0,13)	0,43
(15)	EFI	-0,036** (-1,839)	0,021 (0,595)	0,043 (1,314)	0,01

Nota: *ICT* es el índice de cambio técnico y *EFI* es el de eficiencia; *R<sup>sd</sup>* es el stock tecnológico nacional generado dentro del propio sector y *R<sup>sf</sup>* el equivalente foráneo. *R<sup>o</sup>* es el stock tecnológico de otros sectores tanto nacionales como foráneos.

Los valores correspondientes a *R<sup>sf</sup>* son las elasticidades correspondientes al stock tecnológico foráneo y son resultado de calcular la media del producto del coeficiente obtenido en la estimación por la tasa media de apertura de cada nación considerada.

Entre paréntesis aparecen los valores del estadístico *t* de Student. Las variables que aparecen con asteriscos son significativas al 1% (\*\*\*) o 5% (\*\*).

Fuente: Elaboración propia.

Ha de precisarse que la no estacionariedad de las variables se contrastó con la versión desarrollada en Pesaran (2007), a partir del estadístico *CADF* (*cross-sectionally-augmented ADF statistic*), dado que podía haber dependencia transversal en las unidades de la muestra <sup>19</sup>. Los resultados

del test de raíz unitaria con constante y tendencia aparecen en el cuadro A1 del anexo 2. Al 1% de significatividad el valor crítico de los estadísticos *CIPS* (*CIPS\**) para una muestra de *N* = 50, 70 y *T* = 20 se sitúa en un -2.76 (-2.72) por lo que no se rechaza la hipótesis nula de existencia de raíz unitaria en las variables.

cuasi-homogénea. Además, estos estimadores tienen una distribución normal asintótica y sus desviaciones estándar permiten realizar adecuadamente los contrastes de significatividad de las variables. Puede, por tanto, concluirse que los estimadores *DOLS* son más apropiados para la muestra de datos de este estudio.

<sup>19</sup> Para obtener dicho estadístico, las regresiones tradicionales *ADF* se amplían incluyendo las medias transversales de los niveles retardados y primeras diferencias de las series individuales, de forma que se filtre asintóticamente la influencia del factor común inobservable.

La regresión *CADF* se concreta en la siguiente expresión

$$\Delta y_{it} = a_i + b_i y_{i,t-1} + c_i \bar{y}_{t-1} + d_i \Delta \bar{y}_t + e_{it}$$

Hecho esto, es posible obtener una generalización del *t-bar* desarrollado por Im et al. (2003) a partir de la expresión:

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^N t_i(N, T)$$

El cuadro A2 del anexo 2 incluye los resultados de los tests de cointegración aplicados a los residuos mínimo cuadrático ordinarios de las estimaciones realizadas. El contraste utilizado -desarrollado por Pedroni (1995)- permite heterogeneidad en la estructura autorregresiva de los términos de

donde *t<sub>i</sub>(N, T)* es el estadístico Dickey-Fuller aumentado transversalmente para la unidad transversal *i*-ésima, obtenido a partir de la *t*-ratio del coeficiente de *y<sub>i,t-1</sub>* en la regresión *CADF*. Adicionalmente se presenta la versión ajustada del contraste —denotada *CIPS\**— con la que se palián las dificultades que surgen en la aplicación del mismo —indebida influencia de los resultados extremos— en los casos en los que *T* sea pequeño.

error. De acuerdo con el valor del estadístico, la hipótesis nula de no cointegración puede rechazarse.

Los resultados de la estimación *DOLS* realizada utilizando el programa *NPTI.3* desarrollado por Chiang y Kao (2002) para GAUSS aparecen en el cuadro n.º 3<sup>20</sup>.

Obsérvese que, como cabe esperar, el stock tecnológico propio (de cada sector-país) —construido a partir de sus gastos en I+D— influye positivamente sobre el cambio técnico con una elasticidad de 0,111 confirmando el previsible efecto positivo que la acumulación de capital tecnológico en un sector tiene sobre su productividad. Las externalidades tecnológicas internacionales derivadas de un mayor comercio de productos similares realizado con los países más avanzados tecnológicamente, así como de una mayor apertura comercial, tienen una contribución positiva al cambio técnico, con una elasticidad de 0,166 algo superior, por tanto, a la obtenida para el stock tecnológico nacional. Esta evidencia confirma el papel del comercio como vehículo transmisor de la tecnología y el papel de la transmisión internacional de tecnología en el incremento de la productividad de las naciones. En definitiva, puede concluirse que la difusión tecnológica canalizada a través del comercio induce un desplazamiento hacia arriba de la frontera de producción al igual que el inducido por el stock de conocimiento propio.

Por el contrario las externalidades tecnológicas (nacionales e internacionales) procedentes de otros sectores (en concreto del 29 al 33 de la *ISIC rev. 3*) no resultan significativas al explicar el cambio técnico.

Detrás de este resultado puede haber problemas de multicolinealidad, muy habituales en la literatura que utiliza este tipo de variables explicativas.

A diferencia de lo ocurrido con el cambio técnico, la capacidad del modelo para explicar cambios en la eficiencia es muy limitada. La única variable explicativa, la capacidad tecnológica del propio sector nacional, lo es con signo negativo. Este resultado, aunque debe ser interpretado con prudencia, resulta sugerente puesto que se reitera en la escasa evidencia empírica disponible en torno a los determinantes de los componentes de la productividad. También el reciente trabajo de Lee y Kim (2006) realiza un análisis similar a nivel sectorial obteniéndose en tres de los ocho sectores considerados una relación negativa entre el cambio en la eficiencia técnica y los *spillovers* tecnológicos procedentes de otros sectores nacionales. El signo negativo fue también obtenido por Perelman (1995) quien lo explicó argumentando que cuando la I+D provoca un cambio positivo en la frontera supone, al mismo tiempo, pérdidas de eficiencia en aquellos países que se distancian todavía más de la frontera por no adoptar la nueva técnica o no usarla eficientemente. Puede interpretarse, por tanto, como evidencia empírica a favor del peligro de divergencia que muestran los países que carezcan de la necesaria «capacidad de implementar» la tecnología foránea. Tal y como destacan Howitt y Mayer-Foulkes (2005): «*As the global technology frontier advances and become more complex a country needs to keep increasing its skill levels just in order to keep pace with the frontier... a country that does not keep pace with the frontier will find it increasingly difficult to catch up, because its absorptive capacity will erode*»<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Disponible en [www.maxwell.syr.edu/maxpages/faculty/cdkao/working/npt.html](http://www.maxwell.syr.edu/maxpages/faculty/cdkao/working/npt.html)

<sup>21</sup> Howitt y Mayer-Foulkes (2005). Pág. 150.

De lo anterior se deduce la conveniencia de introducir datos de capital humano en el análisis de la *PTF* en línea con trabajos como el de Maudos *et al* (1998) en el que se explica la ineficiencia de las regiones españolas tomando como factores explicativos el capital público, el capital humano y la estructura productiva. Los resultados del estudio empírico parecen indicar que el capital humano y las infraestructuras públicas son factores clave para explicar mejoras en la eficiencia.

#### 4. CONCLUSIONES

La importancia de la *PTF* para explicar el crecimiento económico y las diferencias observadas en el mismo entre naciones ha provocado en las últimas décadas una proliferación de estudios que tratan de aportar nueva evidencia sobre sus factores determinantes. Este trabajo ahonda en esta línea de investigación para calcular la *PTF* mediante dos técnicas no paramétricas alternativas que difieren en el tratamiento de la eficiencia. Su aplicación a la muestra de sectores manufactureros de 6 países desarrollados durante el período 1979-2001 ha puesto de relieve el buen hacer de Finlandia y la existencia de cierta homogeneidad en el cambio técnico promedio habido en estos seis países. Por sectores, el mayor progreso técnico se ha producido en TIC y Maquinaria y equipos (n.c.o.p.) y las mayores mejoras de eficiencia en Productos de alimentación, bebidas y tabaco, Caucho y productos plásticos, Equipos de transporte y TIC.

La disgregación del índice de Malmquist en sus dos componentes, cambio técnico y eficiencia, permitió analizar el papel del capital tecnológico en la explicación de las variaciones de la *PTF*. Se comprobó que, efectivamente, el esfuerzo inversor en I+D genera cambio técnico (desplazamientos en la frontera de posibilidades de producción) tanto cuando se realiza internamente (dentro del propio país) como cuando se adquiere de fuentes externas a través del comercio, lo que demuestra que aquellas naciones más abiertas al exterior y más vinculadas a países tecnológicamente avanzados a través del comercio, tienen un mayor acceso a los *spillovers* tecnológicos internacionales que, al promover el cambio técnico, impulsan su productividad. Por el contrario, la estimación del modelo sugiere que los cambios en el componente eficiencia de la *PTF* tienen su origen en otros factores explicativos capaces de lo que la moderna literatura de crecimiento endógeno se denomina *implementation*. En cualquier caso, la escasa capacidad explicativa del modelo para este componente sugiere la necesidad de profundizar en el análisis individualizado de los cambios en la eficiencia y recurrir a otros factores distintos del tecnológico para explicarlos: los cambios institucionales -en la línea propuesta por Breton (2004)- y la dotación de capital humano-Aguayo *et al* (2000), Salinas Jiménez (2003)- se perfilan como candidatos idóneos para futuras investigaciones.

Anexo 1

**CONSTRUCCIÓN DE LAS VARIABLES**

**A) Variables utilizadas para el cálculo de los índices de PTF**

*Variable output*

Los datos de VAB se tomaron de la base STAN de la OCDE, expresándolos en unidades monetarias de 1997 de los distintos países y aplicando los índices de volumen de la mencionada base, salvo en el sector Equipos eléctricos y ópticos. En este último caso, los precios hedónicos disponibles en la *Industry Labour Productivity Database* del GGDC (véase GGDC 2008a) sirvieron de base para calcular el deflactor agregado del sector 30-33, mediante un índice encadenado Törnqvist.

La metodología aplicada para calcular los índices de precios hedónicos sigue la propuesta en O'Mahony y van Ark (2003: 237 y ss.) para obviar el sesgo de sustitución que los índices de precios de ponderaciones fijas introducen al calcular el VAB a precios constantes cuando la estructura de un sector varía en el tiempo. Concretamente, si  $P_i^{v,t}$  es el deflactor del valor añadido de la rama  $i$  y  $P^v$ , el deflactor agregado, el cambio del deflactor en el periodo  $t$  vendrá dado por:

$$\Delta \ln P^{v,t} = \sum_i \overline{s_i^{v,t}} \Delta \ln P_i^{v,t} \quad (A1)$$

La variación del precio en la rama  $i$  se pondera por la participación media de la rama en el valor añadido total en dos periodos contiguos:

$$\overline{s_i^{v,t}} = 1/2 \left( \frac{P_i^{v,t} V_i^t}{\sum_i P_i^{v,t} V_i^t} + \frac{P_i^{v,t-1} V_i^{t-1}}{\sum_i P_i^{v,t-1} V_i^{t-1}} \right) \quad (A2)$$

En consecuencia, el crecimiento real del VAB se calcula como el crecimiento del VAB corriente del agregado menos el crecimiento del deflactor:

$$\Delta \ln V^t = \Delta \ln V^t P^{v,t} - \Delta \ln P^{v,t} \quad (A3)$$

Las cifras de VAB expresadas en unidades monetarias de 1997 de los distintos países se convirtieron a dólares USA de 1997, utilizando los ratios de valor unitario (*RVUS*) que facilita el GGDC en *Manufacturing Productivity and Unit Labour Cost Database* (véase GGDC 2008b). Esta base incluye ratios de valor unitario de 20 sectores y 14 países para el año 1997. Dichos cocientes se calculan utilizando la aproximación de industria de origen desarrollada desde 1983 en el proyecto *International Comparisons of Output and Productivity (ICOP)* de la Universidad de Groningen. Las *RVUS* son factores de conversión para sectores específicos derivados de precios relativos del productor y tienen importantes ventajas frente a otras alternativas como los tipos de cambio o las paridades de poder de compra calculadas desde el lado del gasto en el *International Comparisons Project (ICP)*.

A su vez, los valores unitarios se obtienen dividiendo el valor de la producción por la cantidad. Tales valores unitarios pueden considerarse como un precio medio, esto es, un promedio a lo largo del año para todos los productores y para un grupo similar de productos. A continuación, se establece la correspondencia entre códigos de producto y se calcula el cociente de valores unitarios para cada par de países. Esta ratio representa el precio relativo de un producto

en los dos países. A partir de los cocientes de los distintos productos, se obtiene la *RVU* para cada sector y pareja de países. Aplicando el método Elteto-Koves-Szulc (EKS), pueden derivarse ratios de valor unitario multilaterales que permiten comparaciones multilaterales transitivas entre distintos países.

Dado que Scarpetta *et al.* (2000: 8) destacaron que la diferente posición de los países en el ciclo es una de las complicaciones inherentes en las comparaciones internacionales de los niveles de producción y del crecimiento económico a corto plazo, se decidió calcular el comportamiento tendencial por el procedimiento de Hodrick- Prescott. Posteriormente, el VAB se ajustó por *output gap* del sector manufacturero de cada país de forma que:

$$\hat{Y}_{ijt} = Y_{ijt} * \frac{Y_{mjt}^{trend}}{Y_{mjt}} \quad (A4)$$

donde  $\hat{Y}_{ijt}$  = VAB ajustado por el ciclo del sector *i* del país *j* en el año *t*;  $Y_{ijt}$  es el VAB del sector *i* del país *j* en el año *t* e  $Y_{mjt}^{trend}$ , el VAB tendencial de la manufactura del país *j* en el año *t*.

### Input capital

En cuanto al capital físico, se tomaron los flujos de inversión de la base *STAN*<sup>22</sup>. Tales flujos se expresaron en unidades reales de 1997 y se convirtieron a dólares USA del citado año, utilizando la PPA de la for-

mación bruta de capital fijo de los distintos países calculada por la OCDE. Con estas cifras se calcularon los stocks acumulados de capital físico, aplicando el procedimiento de inventario permanente frecuentemente usado en la literatura empírica.

Concretamente, el stock inicial  $K_{ij0}$  se calculó como:

$$K_{ijt+1} = E_{ijt+1} + (1-\delta) K_{ijt} \quad (A5)$$

$$K_{ijt+1} = (1 + g_i) K_{ijt} \quad (A6)$$

de donde

$$K_{ij0} = (E_{ij0}) / (g_i + \delta) \quad (A7)$$

siendo  $K_{ij0}$ , el stock de capital del sector *i* del país *j* en el año 0;  $E_{ij0}$ , la formación bruta de capital fijo del sector *i* del país *j* en el año 0;  $g_i$ , la tasa media anual acumulativa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo del sector *i* del país *j* en el periodo estudiado (en los casos en los que  $g_i < 0$ , se consideró un  $g_i = 0$ ); y  $\delta$ , la tasa de depreciación del capital físico que se supuso del 10%, constante para todos los sectores y países. Para los años sucesivos se aplicó la fórmula:

$$K_{ijt} = K_{ijt-1} (1-\delta) + E_{ijt} \quad (A8)$$

### Input trabajo

Finalmente, el factor trabajo se aproximó por el número de horas trabajadas en las ramas de la manufactura de los países analizados, información publicada por el *GGDC*.

Con las variables VAB ajustado por el ciclo, stock de capital físico y horas trabajadas, se calculó el índice de productividad de Mamquist según se explica en el epígrafe 2.1 así como sus dos componentes, el cambio técnico y la eficiencia. Adicionalmente, para proceder al cálculo de la

<sup>22</sup> La procedencia de los datos es de suma importancia en el cálculo de los stocks de capital físico y, por tanto, de la *PTF*. Por ejemplo López-Pueyo *et al.* (2005) al trabajar con una antigua base de datos de Mas *et al.* (2003) y un deflactor común para el capital físico, calculan unos stocks de capital y unos índices de *PTF* para España muy diferentes de los que se obtienen en este artículo, en el que se han empleado nuevas estimaciones de capital público recogidas en Mas *et al.* (2005).

aproximación no frontera del índice de Törnqvist se estimó la participación de las rentas del trabajo, según proponen Harrigan (1999) y Scarpetta *et al.* (2000) para evitar la volatilidad y paliar los problemas de medición de la *PTF*. Para ello se partió de una función de valor añadido translogarítmica con rendimientos constantes a escala, productores minimizadores de costes y precio aceptantes en el mercado de inputs, de forma que la participación de las rentas del trabajo en el VAB puede igualarse por la elasticidad del output respecto al trabajo. De esta forma, para cada sector-país se estimó (por mínimos cuadrados ordinarios) la expresión:

$$s_{ijt} = \beta_{0ij} + \beta_1 \log\left(\frac{K_{ijt}}{L_{ijt}}\right) + \varepsilon_{ijt} \quad (A9)$$

## B) Stocks tecnológicos<sup>23</sup>

Para calcular el capital tecnológico propio de cada sector-país,  $R_{ijt}^{sd}$  se utilizó el método de inventario permanente habitualmente aplicado en la literatura, suponiendo una tasa de depreciación común del 5%<sup>24</sup>. Los datos sobre los gastos en I+D empre-

<sup>23</sup> Para medir la tecnología pueden utilizarse tanto indicadores del output como de input, aunque por razones de disponibilidad de datos, la mayoría de los autores se decanta por indicadores de inputs como el gasto en I+D, sin medir su eficiencia. En la literatura empírica ha sido práctica habitual transformar los gastos tecnológicos en una medida de stock -sumando a lo largo del tiempo los gastos y aplicando una tasa de depreciación de los mismos (generalmente fija)- y relacionar tal medida con la productividad de empresas, sectores o países. Calculando el stock se desea reflejar que el conocimiento es acumulativo (no sólo importa el conocimiento desarrollado en un año concreto), aunque con el tiempo queda obsoleto (de ahí que se suponga una tasa de depreciación del conocimiento).

<sup>24</sup> Tasa usada en Coe y Helpman (1995). Se comprobó que los resultados empíricos apenas variaban utilizando tasas de depreciación de los stocks tecnológicos del 10% o el 15%.

sarial se tomaron de la base *ANBERD* de la OCDE. Inicialmente se utilizó la versión de 1997 que abarca el periodo 1973-1994, expresa el flujo en moneda nacional y clasifica las ramas productivas según la *ISIC Rev. 2*. Dichos datos se transformaron a *ISIC Rev. 3* y se deflataron con el índice de precios del productor de manufacturas de la OCDE. Para algunos individuos no se dispuso de cifras del índice para los primeros años del estudio. En tal caso, se calculó la tasa de crecimiento del deflactor del PIB en *National Accounts. Main aggregates 1960-1997* de la OCDE, aplicando dicha tasa al deflactor de las manufacturas. A partir de 1995, los datos proceden de la nueva versión de *ANBERD* (2002).

El stock inicial,  $R_{ijt}^{sd}$ , viene dado por la expresión:

$$R_{ijt}^{sd} = R_{ijt+1-\theta} / (g_{ij} + \delta) \quad (A10)$$

donde  $R_{ijt+1-\theta}$  representa el gasto real en I+D efectuado en el sector  $i$  de la nación  $j$  en el año  $t+1-\theta$ , siendo  $t$  el periodo inicial y  $\theta$  la estructura de retardos que suponemos igual a 2, indicando que el retardo medio entre la realización de los gastos y la derivación de sus efectos es de 2 años;  $g$  es la tasa de crecimiento media anual de dichos gastos durante el periodo considerado y  $\delta'$  la tasa de depreciación.

La estimación del stock tecnológico del sector para el primer año que se dispuso información (1974) fue, por tanto,

$$R_{ij1974}^{sd} = R_{ij1973} / (g_{ij} + \delta) \quad (A11)$$

Para el resto del periodo el stock tecnológico de cada sector  $i$  en el país  $j$  respondía a la expresión:

$$R_{ijt}^{sd} = R_{ijt+1-\theta} + (1 - \delta)R_{ijt-1}^{sd} \quad (A12)$$



Calculados los stocks sectoriales en términos reales y en moneda nacional, se expresaron en dólares de 1997 utilizando la PPA del PIB que publica la OCDE.

A partir de los stocks tecnológicos sectoriales, se calcularon diferentes agregaciones. Para aproximar los *spillovers* del propio sector procedentes de otros países se construyó la variable

$$R_{ijt}^{sf} = (\overline{M}_j / Y_j) \sum_{h \neq j} m_{ht} R_{ht}^{sd} \quad (\text{A13})$$

donde  $R^{sf}$  es el stock de capital tecnológico foráneo del sector;  $\overline{M}_j / Y_j$  es para cada país la media de las tasas de apertura en el período 1979-2001;  $m_{ht}$  representa el porcentaje de importaciones de productos clasificados en el sector  $i$  que proceden del país  $h$  y llegan al país  $j$ . Dicho porcentaje se calculó sobre un total que, a su vez, era el resultado de sumar las importaciones de productos del sector  $i$  que el país  $j$  efectúa del resto de países. Puesto que no se dispuso de datos de stock tecnológico inicial (base *ANBERD*) para todos los países con los que se comercia, al calcular ponderaciones el total se refiere sólo a los países para los que fue posible calcular el stock tecnológico propio: Austria, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Noruega, España, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos.

Es importante señalar que incorporando el promedio de las importaciones del país durante el periodo estudiado se soluciona una de las críticas que Lichtenberg y van Pottelsberghe de la Potterie (1998: 1486-1487) hicieron a la especificación de Coe y Helpman (1995). La crítica señalaba que si el grado de apertura de las importaciones de un país se introduce con distintos valores para cada año y  $R^{sf}$  se toma en forma de índice, la estimación MCO con las variables

expresadas en niveles y la estimación MCO con las variables expresadas en índices responden a distintas especificaciones, a menos que se introduzca el stock  $R^{sf}$  en niveles y un término aditivo, correspondiente a la mencionada medida de apertura<sup>25</sup>. La variable propuesta en este trabajo -resultante de la interacción entre el grado de apertura (invariable al introducirse como promedio temporal) y el conocimiento tecnológico internacional- puede formar parte de un vector de cointegración junto con el resto de variables, ya que no puede rechazarse la existencia de una raíz unitaria de la misma<sup>26</sup>.

Para medir las externalidades tecnológicas intersectoriales, tanto nacionales como internacionales, se construyó la variable  $R^o$  calculada como suma del stock tecnológico de otros sectores nacionales ( $R^{od}$ ) y del stock tecnológico de otros sectores foráneos ( $R^{of}$ ). Se consideró que los sectores susceptibles de generar un mayor grado de externalidades son los de Maquinaria y bienes de equipo (códigos 29 a 33 *ISIC Rev. 3*) y que el flujo de conocimientos que recibe un sector es mayor cuanto más compras de tales bienes haga en proporción a su producción<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> Lichtenberg y van Pottelsberghe de la Potterie (1998) también criticaban las ponderaciones (porcentaje de comercio bilateral) utilizadas para construir  $R^{sf}$ , ya que esta variable no resultaba invariable a posibles agregaciones de países. Por ello proponían construir  $R^{sf}$  ponderando los stocks foráneos por la fracción del output del país emisor exportada al país receptor. Edmond (2001), sin embargo, demostró que esta variable no tenía raíz unitaria y, por lo tanto, no era susceptible de formar un vector cointegrado con el resto de variables.

<sup>26</sup> También se probó con el grado de apertura medido por el cociente entre las importaciones de bienes y servicios y el producto interior bruto, obteniendo resultados ligeramente peores.

<sup>27</sup> Estas dos últimas variables se tomaron para un único periodo comprendido entre 1985 y 1995, según las tablas input-output disponibles para los distintos países.

Las externalidades intersectoriales intranacionales se midieron con la variable:

$$R_{ijt}^{od} = \sum_{\substack{k=29 \\ k \neq i}}^{33} R_{kjt}^{sd} \frac{w_{ikt}}{Y_{ijt}} \quad (A14)$$

donde  $R_{ijt}^{od}$  es el stock tecnológico de otros sectores nacionales  $k$  distintos de  $i$ ;  $R_{kjt}^{sd}$  es el stock tecnológico propio del sector  $k$ ;  $w_{ikt}$ , las compras nacionales que el sector  $i$  hace del sector  $k$  (según las tablas input-output); e  $Y_{ijt}$ , el output del sector  $i$  (según la STAN).

Para construir la variable  $R^{of}$ , se supuso que las externalidades son mayores cuanto más importaciones de maquinaria y bienes de equipo realiza un sector en proporción a su producción. Asimismo, son mayores en tanto en cuanto provengan de países con elevado stock tecnológico. Por ello, el stock

propio en los sectores de Maquinaria y equipo de cada uno de los países susceptibles de generar externalidades tecnológicas se ponderó por las importaciones que el país receptor hace del país emisor. De esta forma, las externalidades intersectoriales internacionales se miden con:

$$R_{ijt}^{of} = \sum_{\substack{k=29 \\ k \neq i}}^{33} \sum_{h \neq j} R_{kht}^{sd} m_{kht} \frac{M_{ikt}^F}{Y_{ijt}} \quad (A15)$$

donde  $R_{ijt}^{of}$  es el stock tecnológico de otros sectores extranjeros  $k$  distintos de  $i$ ;  $R_{kht}^{sd}$ , el stock tecnológico propio del sector  $k$  país  $h$ ;  $m_{kht}$ , las importaciones de bienes  $k$  que el país  $j$  hace del país  $h$  (según la *BTD*)<sup>28</sup>;  $M_{ikt}^F$ , las importaciones de otros países que el sector  $i$  hace del sector  $k$  (según las tablas input-output); e  $Y_{ijt}$ , el output del sector  $i$  (según la STAN).

<sup>28</sup> Se tomó el promedio del periodo 1979-2001.

Anexo 2

**CONTRASTES DE RAÍZ UNITARIA Y COINTEGRACIÓN**

Cuadro A1

**Contraste de la presencia de una raíz unitaria**

Variable	CIPS	CIPS*	Decisión
<i>log ICT</i>	-1,820	-1,820	I(1)
<i>log EFI</i>	-2,611	-2,611	I(1)
<i>log R<sup>sd</sup></i>	-0,566	-0,650	I(1)
<i>log R<sup>o</sup></i>	-1,504	-1,536	I(1)
<i>log R<sup>sf</sup></i>	-0,677	-0,709	I(1)

Nota: Contraste desarrollado por Pesaran (2007).

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A2

**Contrastes de cointegración**

Ecuaciones	TN1-rho	Decision	TN2-rho	Decision
(14)	-16,944	coint	-16,554	coint
(15)	-55,111	coint	-53,844	Coint

Nota: Contraste desarrollado por Pedroni (1995).

Fuente: Elaboración propia.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAMOVITZ, M. (1956): «Resource and output trends in the United States since 1870», *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol.46, 2: 5-23.
- AGHION, P. Y HOWITT, P. (1998): *Endogenous Growth Theory*, MIT press, Cambridge, Massachusetts.
- AGUAYO, E., EXPÓSITO, P., RODRÍGUEZ, X.A. Y VÁZQUEZ, E. (2000): «Human capital and other factors of the Total Factor Productivity in the Spanish regions», *Working Paper Series Economic Development*, 45.
- BARRO, R.J. Y SALA I MARTIN, X. (1992): «Convergence», *Journal of Political Economy*, 100: 223-251.
- 1995: *Economic Growth*, McGrawHill, New York.
- BASU, S. Y FERNALD, J. G. (2001): «Why is Productivity Procyclical? Why Do We Care?» en HULTEN C., DEAN, E. Y HARPER, M. (eds.) *New Development in Productivity Analysis*, University of Chicago Press, Chicago.
- BRACONIER, H. Y SJÖHOLM, F. (1998): «National and international spillovers from R&D: comparing a neoclassical and an endogenous growth approach», *Weltwirtschaftliches Archiv*, 134, 4: 638-663.
- BRETON, T.R. (2004): «Can institutions or education explain world poverty? an augmented Solow model provides some insights», *Journal of Socio-Economics*, 33: 45-69.
- CAVES, D.W.; CHRISTENSEN, L.R. Y DIEWERT, W.E. (1982): «Multilateral comparisons of output, input and productivity using superlative index numbers», *Economic Journal*, 92: 73-86.
- CHARNES, A.; COOPER, W. Y RHODES, E. (1978): «Measuring the efficiency of decision-making units», *European Journal of Operational Research*, 2: 429-444.
- CHIANG, M.H. Y KAO, C. (2002): *Non stationary Panel Time Series Using NPT 1.3- A User Guide*. Center for Policy Research of Syracuse University, Syracuse.
- COE, D. Y HELPMAN, E. (1995): «International R&D spillovers», *European Economic Review*, 39, 5: 859-87.
- COELLI, T.; PRASADA RAO, D.S. Y BATTESE, G.E. (2003): *An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- CONWAY, P.; DE ROSA, D.; NICOLETTI G. Y STEINER, F. (2006): «Regulation, Competition and Productivity convergence». *Economics Department OECD Working papers*, 509.
- EASTERLY, W. Y LEVINE, R. (2002): «It's not factor accumulation: stylized facts and growth models», *World Bank Economic Review*, 15: 177-219.
- EDMOND, C. (2001): «Some Panel Cointegration Models of International R&D Spillovers», *Journal of Macroeconomics*, 23, 1: 241-260.
- EVANS, P. (1996): «Using cross-country variances to evaluate growth theories», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 20: 1027-49.
- FÄRE, R. Y GROSSKOPF, S. (1996): *Intertemporal Production Frontiers: with dynamic DEA*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- FÄRE, R.; GROSSKOPF, S. Y LOVELL, C.A.K. (1994): «Productivity developments in Swedish hospitals: a Malmquist output index approach», en CHARNES, A., COOPER, W.W; LEWIN, A. Y SEIFORD L. (eds.): *Data Envelopment Analysis: Theory, Methodology and Applications*. Kluwer Academic Publishers, Boston.
- FÄRE, R.; GOSSKOPF Y ROOS, P. (1998): «Malmquist productivity indexes: a survey of theory and practice», en FÄRE R., GROSSKOPFS, S. Y RUSSELL, R. R. (eds.), *Index Numbers: Essays in Honour of Sten Malmquist*, Kluwer Academic Publishers, Boston/London/Dordrecht.
- FARRELL, M.J. (1957): «The measurement of productivity efficiency», *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, 120: 253-90.
- FRANTZEN, D. (2001): «R&D intersectoral and international knowledge spillovers and human capital: an empirical investigation», *Economia Internazionale*, 53: 487-505.
- GRILICHES, Z. (1958): «Research costs and social returns: hybrid corn and related innovations», *Journal of Political Economy*, 66: 419-31.
- GRILICHES, Z. Y JORGENSON, D.W. (1966): «Sources of measured productivity change: capital input», *American Economic Review*, 56, 1: 50-61.
- GRONINGEN GROWTH AND DEVELOPMENT CENTRE (2008a): *Industry Labour Productivity Database*, Groningen. <http://www.ggdc.net/index-dseries.html>.
- 2008b: *Manufacturing Productivity and Unit Labour Cost Database*, Groningen. <http://www.ggdc.net/dseries/mpulc.shtml>.
- 2008c: *International Comparisons of Output and Productivity*, Groningen. <http://www.ggdc.net/icop.html>.
- 2008d: *60-Industry Database*, Groningen. <http://www.ggdc.net/icop.html>.

- GROSSMAN, G. Y HELPMAN, E. (1991): *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- HA, J. Y HOWITT, P. (2006): *Accounting for trends in productivity and R&D: a Schumpeterian critique of Semi-Endogenous Growth Theory*, Documento de trabajo, Universidad de Brown.
- HARRIGAN, J. (1999): *Cross-Country Comparisons of Industry Total Factor Productivity: Theory and Evidence*, Federal Research Bank of New York Research Paper, 9734.
- HOWITT, P. (1999): «Steady endogenous growth with population and R&D inputs growing», *Journal of Political Economy*, 107: 715-730.
- 2000: «Endogenous growth and cross-country income differences», *American Economic Review*, 90: 829-846.
- HOWITT, P. Y MAYER-FOULKES, D. (2005): «R&D, Implementation, and Stagnation: a Schumpeterian Theory of convergence clubs», *Journal of Money, Credit and Banking*, 37: 147-77.
- HULTEN, C.R. (1986): «Productivity change, capacity utilization, and the sources of efficiency growth», *The Journal of Econometrics*, 33 (October/November): 31-50.
- IM, K.S.; PESARAN, M.H. Y SHIM, Y. (2003): «Testing for unit roots in heterogeneous panels». *Journal of Econometrics*, 115, 1: 53-74.
- JONES, C.I. (1995): «R&D-based models of economic growth», *Journal of Political Economy*, 103: 759-784.
- KELLER, W. (2002): «Trade and the Transmission of Technology», *Journal of Economic Growth*, 7: 5-24.
- KLENOW, P.J. Y RODRÍGUEZ CLARE, A. (1997): «The Neoclassical revival in growth economics: has it gone too far?», *NBER Macroeconomics Manual 1997*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- KORTUM, S. (1997): «Research, patenting, and technological change», *Econometrica*, 65: 1389-1419.
- KRÜGER, J.J.; CANTNER, U. Y HANUSCH, H. (2000): «Total factor productivity, the east Asian miracle, and the world production frontier», *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol.1361, 1: 111-36.
- LEE, J. Y. Y KIM, J.W. (2006): «Total Factor Productivity and R&D capital in manufacturing industries», *East-West Centre Working Papers*, Honolulu, Hawaii.
- LICHTENBERG, F. Y VAN POTTELSBERGUE DE LA POTTERIE, B. (1998): «International R&D spillovers: a comment», *European Economic Review*, vol. 42, 8: 1483-91.
- LIPSEY, R.O. Y CARLAW, K.I. (2004): «Total Factor Productivity and the measurement of technical change», *Canadian Journal of Economics*, 37, 4: 1118-1150.
- LÓPEZ-PUEYO, C.; SANAÚ, J. Y BARCENILLA, S. (2005): *Externalidades tecnológicas internacionales y productividad de la manufactura: un análisis sectorial*, Documento de Trabajo 2005-02; Universidad de Zaragoza. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (accesible en <http://www.dteconz.unizar.es/DT2005-02.pdf>).
- 2009: «International technological spillovers from ICT-producing manufacturing industries: a panel data analysis», *International Review of Applied Economics*, 23 (2).
- LUCAS, R.E. (1988): «On the mechanics of economic development», *Journal of Monetary Economics*, 22: 3-42.
- MADSEN, J.B. (2006): «Are there diminishing returns to R&D?», *EPRU Working Paper*, 06-05, Universidad de Copenhague.
- MAS, M.; PÉREZ, F. Y URIEL, E. (2003): *El stock de capital en España y su distribución territorial (1964-2000)*. Bilbao, Fundación BBVA.
- 2005: *El stock y los servicios de capital en España (1964-2002)*. Nueva metodología, Bilbao, Fundación BBVA.
- MAUDOS, J.; PASTOR, J.M. Y SERRANO, L. (1998): «Convergencia en las regiones españolas: cambio técnico, eficiencia y productividad», *Revista Española de Economía*, 15 (2): 235-264.
- MOHNEN, P. (2001): «International R&D spillovers and economic growth», en POHJOLA, M (ed.) *Information Technology, Productivity and Economic Growth: International Evidence*, Oxford University Press: 50-71.
- NELSON, R.P. Y PHELPS, E.S. (1966): «Investment in humans, technological diffusion, and economic growth», *American Economic Review*, 56, 2: 69-75.
- NICOLETTI, G. Y SCARPETTA, S. (2005): «Regulation and Economic Performance: Product Market Reforms and Productivity in the OECD». *Economics Department OECD Working Papers*, 460
- O'MAHONY, M. Y VAN ARK, B. (2003): *EU productivity and competitiveness: an industry perspective. Can Europe resume the catching up process?*, Report to the European Commission, National Institute for Economic and Social Research
- OCDE (1998): *Purchasing Power Parities and Real Expenditures*. 1996 Results, París.
- 1999: *National Accounts. Main aggregates 1960-1997*, París, OCDE.
- 2001: *Measuring Productivity*, OECD Manual.
- 2003: *Sources of Economic Growth*, París.

- 2008a: *Structural Analysis (STAN) Database*, París, [http://www.oecd.org/document/62/0,3343,en\\_2649\\_34445\\_40696318\\_1\\_1\\_1\\_37461,00.html](http://www.oecd.org/document/62/0,3343,en_2649_34445_40696318_1_1_1_37461,00.html).
- 2008b: *Analytical Business Enterprise Research and Development (ANBERD)*, París, [http://www.oecd.org/document/17/0,3343,en\\_2649\\_34451\\_1822033\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/17/0,3343,en_2649_34451_1822033_1_1_1_1,00.html).
- PEDRONI, P. (1995): «Panel Cointegration analysis: asymptotic and finite sample properties of pooled time series test with and application to the PPP hypothesis». *Indiana University Working Paper Series in Economics*, 95-103.
- PERELMAN, S. (1995): «R&D, technological progress and efficiency change in industrial activities», *Review of Income and Wealth*, 41, 3: 349-66.
- PESARAN, M.H. (2007): «A simple panel unit root test in the presence of cross section dependence», *Journal of Applied Econometrics*, 22: 265-312.
- PHILLIPS, P.C.B. (1995): «Fully modified least squares and vector autorregresion», *Econometrica*, 59: 1023-78.
- ROMER, P. (1986): «Increasing returns and long-run growth», *Journal of Political Economy*, 94: 1002-1037.
- SALINAS JIMÉNEZ, M.M. (2003): «Efficiency and Total Factor Productivity in the Spanish regions: the role of human and public capital», *Growth and Change*, vol. 34, 2: 157-174.
- SANAÚ, J.; BARCENILLA, S. Y LÓPEZ-PUEYO, C. (2006): «Productividad total de los factores y capital tecnológico: un análisis comparado», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, 829: 145-163.
- SCARPETTA, S.; HEMMINGS, P.; TRESSEL, T. Y WOO, J. (2002): *The role of policy and institutions for productivity and firm dynamics: evidence from micro and industry data*. OECD Economics Department Working paper, 329.
- SCARPETTA, S.; PILAT, A. Y SCHREYER, P. (2000): «Economic growth in the OECD area: recent trends at the aggregate and sectoral level». *OECD Economics Department Working Paper*, 248.
- SEGERSTROM, P.S. (1998): «Endogenous growth without scale effects», *American Economic Review*, 88: 1290-1310.
- SHEPARD, R.W. (1970): *The Theory of Cost and Production Functions*. Princeton University. Princeton, NJ.
- SOLOW, R. (1957): «Technical change and the aggregate production function», *Review of Economics and Statistics*, 39: 312-20.
- STOCK, J. Y WATSON, M. (1993): «A simple estimator of cointegrating vectors in higher order integrated systems». *Econometrica*, 61: 783-820.
- TINBERGEN, J. (1942): «Zur Theorie der langfristigen Wirtschaftsentwicklung». *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 55, 1: 511-49.

## ***AUTORES***

**AFONSO, Oscar.** Doctor en Economía por la Universidad de Oporto, Portugal. Profesor en la Facultad de Economía de la misma Universidad, donde imparte Economía Internacional, Macroeconomía, Crecimiento Económico y Economía Computacional. Está especializado en las áreas de macroeconomía y comercio internacional, destacando los temas de desigualdad salarial entre países y el crecimiento económico. Es autor de un libro y de diversos artículos en sus áreas de especialización.

**AGUIAR DÍAZ, Inmaculada.** Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales y profesora titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Las Palmas. Realizó su tesis doctoral sobre el comportamiento financiero de la empresa española, publicada por el CIES en 1989. Sus líneas de investigación son: finanzas corporativas, entidades bancarias, gobierno corporativo, y conocimiento organizativo donde ha dirigido cinco tesis doctorales. En el ámbito del gobierno corporativo, ha publicado en la CNMV las monografías: «Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002», y «Una década de blindaje en España», en coautoría con Domingo J. Santana; con quien ha realizado otros trabajos en esta línea publicados en revistas nacionales e internacionales.

**ALCALDE FRADEJAS, Nuria.** Licenciada y Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Zaragoza. Actualmente es profesora titular del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de esa misma Universidad. Pertenece al grupo de investigación, reconocido como excelente por el Gobierno de Aragón, CREVALOR. Sus áreas

principales de investigación son fusiones y adquisiciones de empresas, alianzas estratégicas y gobierno corporativo. Es autora de diversas publicaciones en revistas especializadas nacionales y extranjeras.

**ÁLVAREZ ETXEBARRIA, Igor.** Doctor en Economía, Profesor contratado permanente de la UPV/EHU y miembro de la Comisión Permanente al Departamento de Economía Financiera I. Especialista y docente en Sistemas de Información Financiera y no Financiera. Participa en el Postgrado de Norma Internacional de Contabilidad, Master de Gestión de Empresas en la Facultad de Sarriko, y Postgrado de Sistemas de gestión integrado de la Cámara de Comercio de Guipúzcoa e impartido curso de doctorado del Departamento de Economía Financiera I. Autor de libros y artículos en revistas especializadas sobre Contabilidad Social y Medioambiental, y en múltiples ponencias en congresos nacionales e internacionales. Ha participado en diversos proyectos de investigación financiados por el Gobierno Vasco Diputación Foral de Guipúzcoa, y la UPV-EHU. Actualmente miembro de la Junta de Gobierno del Colegio Vasco de Economistas y miembro del jurado técnico del Premio a la mejor memoria sostenible (AECA).

**ALVES, Rui Henrique.** Doctor en Economía por la Universidad de Oporto, Portugal. Profesor en la Facultad de Economía de la misma Universidad, desde 1991. En la actualidad, imparte clases de: Economía Europea, Economía Internacional y Macroeconomía. Ha sido consultor de la Bolsa portuguesa durante algunos años en el área de la formación. Sus áreas de especialización incluyen la organización económica y política de la Unión Europea, federalismo fiscal, políticas presupuestarias y sus efectos macroeconómicos. Es autor de un libro sobre este último tema y de diversos artículos en sus áreas de especialización.

**BARCENILLA VISÚS, Sara.** Doctora en Economía por la Universidad de Zaragoza y actualmente profesora titular de Economía Aplicada en dicha Universidad. Sus investigaciones se centran en el estudio de los factores determinantes del crecimiento económico, las relaciones entre tecnología, comercio y crecimiento, la competitividad macroeconómica y el sector exterior. Sus publicaciones más recientes se encuentran en las revistas: Información Comercial Española, Structural Change and Economic Dynamics, International Review of Applied Economics, Applied Economic Letters y Revista de Economía Aplicada.

**BRU MARTÍNEZ, Lluís.** Doctor en economía por la UAB. Actualmente es Profesor de Organización de Empresas en la Universitat de les Illes Balears. Anteriormente ha ejercido como profesor en la Universidad de Málaga. Su investigación se centra en temas de economía industrial, economía experimental y empresa familiar. Ha publicado artículos en revistas como International Economic Review, Economics Bulletin, Experimental Economics y Spanish Economic Review, y en el libro colectivo «Experiments investigating market power», de la serie *Research in Experimental Economics* de la editorial Elsevier Science.

**CABEZA GARCÍA, Laura.** Profesora ayudante Doctor del Área de Organización de Empresas de la Universidad de León, con acreditación por la ANECA para la figura de contratado doctor. Licenciada en Administración y Dirección de Empresas (2001) y Doctora por la



Universidad de Oviedo desde el año 2007. Docente en asignaturas relativas a la Dirección Estratégica de la empresa. Sus principales líneas de investigación son las privatizaciones y el gobierno corporativo. Asimismo, trabaja en temas relativos a las Cajas de Ahorros españolas, en concreto en RSC u obra social. Ha publicado sus trabajos tanto en revistas nacionales como internacionales, como: *Corporate Governance*, *An international Review* o *International Review of Financial Analysis*.

**CONDOR LÓPEZ, Vicente.** Doctor en CC.EE. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Zaragoza. Director del Grupo Consolidado de Investigación Aplicada reconocido por la DGA: «CEMBE». Director del Master de Auditoría de la Universidad de Zaragoza. Autor de diversos libros y otras publicaciones. Ha sido Decano de la Facultad de CC. Económicas y Empresariales de la Universidad de Zaragoza y Director del Departamento de Contabilidad y Finanzas de la misma Universidad. Auditor Censor Jurado de Cuentas. Miembro del Registro Oficial de Auditores de Cuentas (ROAC) y Presidente de la Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC). Vocal del Consejo de Administración de diversas sociedades. Ha sido Presidente de la Comisión de Control de Ibercaja entre 2006 y 2008.

**CRESPÍ CLADERA, Rafel.** Catedrático de Organización de Empresas en la Universitat de les Illes Balears. Ha sido profesor en la UAB y Universitat Pompeu Fabra. Ha sido investigador visitante en Tilburg University (Holanda), Oxford University y Cambridge University. Director de la Cátedra Banca March de la Empresa Familiar y director del equipo de investigación del Observatorio de Gobierno Corporativo de la Fundación de Estudios Financieros. Su investigación se centra en temas de gobierno corporativo desde una perspectiva empírica y empresa familiar. Ha publicado trabajos en revistas como *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Management and Governance* y en libros como «The control of Corporate Europe» de Oxford University Press.

**DEL ORDEN OLASAGASTI, Olga.** Doctora en CC.EE. y Empresariales, profesora titular de la Universidad de Deusto desde 2000 y, desde 2004, directora del departamento de Finanzas y Contabilidad de la Facultad de CC.EE y Empresariales, ESTE, y coordinadora del Master en Finanzas y Contabilidad. Acreditada como profesora de universidad privada por Uniquial (Agencia de Evaluación y Acreditación del Sistema Universitario Vasco) y miembro del equipo de investigación «Competitividad y desarrollo económico» reconocido por el Departamento de Educación, Universidades e Investigación del Gobierno Vasco en noviembre de 2007. Desarrolla su actividad docente en el área financiera de la licenciatura en Administración de Empresas y diferentes cursos de postgrado como el Master de Especialidad en Finanzas y Contabilidad, el MBA y el Programa Ejecutivo en Dirección Financiera. Sus áreas de especialización son; en docencia: la Gestión del riesgo con instrumentos financieros derivados y las finanzas internacionales y, en investigación: el estudio de las estructuras de propiedad y los grupos empresariales.

**EMBID IRUJO, José Miguel.** Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Valencia, y con anterioridad en las Universidades de Murcia y Jaime I de Castellón. Ha sido

docente también en las Universidades de Zaragoza, País Vasco y Alcalá de Henares. Autor de más de doscientas cincuenta publicaciones, donde sus campos de investigación prioritarios son el Derecho de sociedades mercantiles, con especial atención a los grupos de sociedades, el Derecho bancario y de seguros. En la actualidad trabaja sobre la dimensión jurídica de la responsabilidad social corporativa, así como sobre el ejercicio de actividades empresariales por entidades sin ánimo de lucro. Es consejero de diversas revistas (entre ellas, Revista de Derecho de Sociedades, Revista del Mercado de Valores, *European Company and Financial Law Review*) y dirige la colección de monografías «Mercatura» en la Editorial Comares (Granada). Hasta el momento, ha dirigido veinte tesis doctorales y numerosos proyectos de investigación.

**ESPITIA ESCUER, Manuel.** Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza. Autor de artículos publicados en revistas internacionales tales como *Journal of Economic Behavior and Organization*, *Management International Review*, *Journal of Sports Economics*, *Management Decisions*, *Spanish Economic Review*; y nacionales como *Investigaciones Económicas*, *Revista de Economía Aplicada*, *Información Comercial Española*, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, etc. Director del Informe Anual de la Empresa Catalana de 2003 a 2005, y colaborador desde 2001. Autor de trabajos de investigación para el Instituto de Estudios Fiscales, la CECA, la Liga de Fútbol Profesional, el Tribunal Aragonés de Defensa de la Competencia, el Consejo Económico y Social de Aragón y el Instituto Aragonés de Fomento.

**FONSECA CASTRO, Jorge.** Catedrático de Escuela Universitaria de Economía Aplicada, en la Facultad de CC. Económicas y EE. Universidad Complutense de Madrid. Director del Grupo de Investigación sobre Globalización y Desarrollo en la Economía Mundial. Investigador principal de «Transnacionalización y cambio económico-social». Doctor en Economía por la Universidad Complutense de Madrid (*cum laude* por unanimidad). Postgrado de CEPAL e ILPES (Naciones Unidas). Profesor de postgrado del Centro de Estudios Avanzados, Universidad Nacional de Córdoba (Argentina) y profesor invitado a diversas universidades. Director de numerosos cursos internacionales sobre Globalización.

**GALVE GÓRRIZ, Carmen:** Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Zaragoza, profesora titular de Organización de Empresas (desde 1996) y Responsable de la Cátedra de Empresa Familiar en la misma Universidad (desde 2002). Perteneció al grupo de investigación, reconocido como excelente por el Gobierno de Aragón, CREVALOR. Sus líneas de investigación se centran en el estudio de la influencia de los grupos de interés (*stakeholders*) en la eficiencia privada y social de las organizaciones y en el estudio de la empresa familiar. Ha publicado libros y trabajos de investigación en revistas académicas de ámbito nacional e internacional; entre sus últimas investigaciones cabría destacar el libro «La empresa familiar en España: Fundamentos Económicos y Resultados» publicado por la fundación BBVA.

**GARCÍA-CASAREJOS, Nieves.** Licenciada y Doctora en CC.EE. por la Universidad de Zaragoza. Profesora titular del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de esa

misma Universidad. En la actualidad Directora de la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de Zaragoza y de la Cátedra Ideconsa de «Economía de la Construcción y Servicios de Obra Civil» de la Universidad de Zaragoza. Miembro de grupo de investigación, reconocido como excelente por el Gobierno de Aragón, CREVALOR. Sus áreas de investigación son alianzas estratégicas, creación de valor, internacionalización y responsabilidad social. Autora de publicaciones sobre creación de valor, sistema bancario español y alianzas estratégicas.

**GARICANO DEL HOYO, Juan Ignacio.** Abogado y asociado del departamento fiscal de Cuatrecasas Abogados. Licenciado en Derecho por la Universidad de Zaragoza y Master en Asesoría fiscal por ESADE Business School (Barcelona). Cuenta con experiencia en el asesoramiento de grandes grupos empresariales nacionales (régimen de tributación consolidada) y de empresas multinacionales (tanto de matriz española como extranjera, con sus filiales). Ha participado como ponente en diversos seminarios y conferencias sobre aspectos tributarios.

**GARMENDIA LAZKANO, Aitor.** Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto e Ingeniero Técnico en Informática de Gestión por la UNED, desempeña en la actualidad su labor docente e investigadora en la propia Universidad de Deusto-ESTE. Profesor del área contable en la Licenciatura en Administración y Dirección de Empresas, en el Master de Especialidad en Finanzas y Contabilidad y ha impartido docencia en el programa Experto en Gestión Financiera de PYMES. Miembro del equipo de investigación de nombre «Competitividad y desarrollo económico» reconocido por el Departamento de Educación, del Gobierno Vasco, siendo su área central de investigación el estudio de las estructuras de propiedad y los grupos empresariales.

**HERNÁNDEZ TRASOBARES, Alejandro.** Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Zaragoza. Actualmente es profesor ayudante del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de esa misma Universidad. Pertenece al grupo de investigación, reconocido como excelente por el Gobierno de Aragón, CREVALOR. Sus áreas principales de investigación son las estrategias de crecimiento de las empresas familiares y el estudio de las empresas «gacelas». Es autor de diversas publicaciones en revistas especializadas nacionales y estudios regionales.

**IPÍÑAZAR PETRALANDA Izaskun** Titular de Escuela Universitaria de la UPV/EHU. Profesora de la Licenciatura de Administración y Dirección de Empresas de la Facultad de CC. Económicas y Empresariales de Sarriko y de diferentes postgrados de la Universidad (Especialista en Auditoría y Especialista en Contabilidad y Normas Internacionales). Ha impartido diversos cursos de formación y es autora de libros y artículos en revistas especializadas y participe en múltiples congresos nacionales e internacionales.

**LÓPEZ-PUEYO, Carmen.** Doctora en Ciencias Económicas por la Universidad de Zaragoza y Profesora titular en Economía Aplicada en esta Universidad. Sus trabajos de investigación se encuadran en las áreas del comercio exterior, la política comercial, la inversión ex-

trajera y más recientemente en los campos del crecimiento económico, la productividad y la tecnología. Ha publicado en las revistas *Structural Change and Economic Dynamics*, *International Review of Applied Economics*, *Journal of Economic Integration*, *International Advances in Economic Research*, *Applied Economics*, *Applied Economic Letters*, *Revista de Economía Aplicada*, *Información Comercial Española*, *Papeles de Economía Española* o *Economía Industrial*.

**MANCEBÓN TORRUBIA, María Jesús.** Licenciada en Ciencias Empresariales por la Universidad de Zaragoza y Doctora en Economía por la Universidad de Zaragoza. Profesora titular en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Zaragoza. Sus áreas de investigación son la medición de la eficiencia productiva y la productividad y la Economía de la Educación y ha publicado en las revistas: *Hacienda Pública Española*, *The Journal of the Operational Research Society*, *Applied Economics*, *The Journal of Scientometrics* y *Revista Asturiana de Economía*.

**MARTÍNEZ CHURIAQUE, José Ignacio.** Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la UPV/EHU. Profesor de la Licenciatura de Administración de Empresas de la Facultad de Economía de Sarriko y de diferentes postgrados de la Universidad (Master de Hacienda y Finanzas Públicas, Especialista en Contabilidad y Normas Internacionales, Especialista en Tributación, etc.). Responsable del Curso de Especialista en Auditoría de Cuentas, postgrado de la UPV/EHU. Miembro del Comité Asesor del «Registro de Economistas Forenses (REFOR)» y de «Economistas Expertos en Contabilidad e Información Financiera» (ECIF) del Consejo General de Colegios de Economistas de España. Miembro del Comité Editorial de Partida Doble. Ha publicado en revistas tanto académicas como profesionales y ha sido Director de la revista *Nuevas de Economía y Economistas del Colegio Vasco de Economistas* y Director-Editor de la *Revista Española de Contabilidad* de la Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad.

**MONCLÚS SALAMERO, Ana.** Profesora Titular de Escuela Universitaria en el Departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Zaragoza. Doctora por la Universidad de Zaragoza. Sus líneas de investigación principales están relacionadas con los grupos de empresas, la consolidación contable, la contabilidad nacional y la contabilidad de sociedades.

**PÉREZ-SOBA AGUILAR, Inés.** Doctora en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid (UCM). Suficiencia Investigadora: programa de «Política Económica». Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Facultad de CC. Económicas y Empresariales (UCM). Contratada como Doctora en el Departamento de Economía Aplicada III (Política Económica). Sus áreas de investigación son: Gobierno de la empresa, Teoría de la Empresa, Regulación de los Mercados de Valores, Finanzas, Política Monetaria. Ha publicado en revistas nacionales: *Bolsa*, *Libros de Economía y Empresa*, *Distribución y Consumo* y en revistas internacionales: *Investigaciones Económicas*, *Applied Economics*. Ha escrito los siguientes libros: *La crisis del 11 de septiembre*; *Missing Links in the Unemployment Relationship*; *Mujeres Economistas*. Enciclopedias: *International Encyclopedia of*

Public Policy: Governance in a Global Age. Documentos de trabajo: FUNCAS, E-prints. Estancias de investigación en: la facultad de Economía Política de la Universidad de Cambridge (Abril-Julio 2004). Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Zaragoza (octubre 2003-febrero 2004.) Real Colegio Complutense-Universidad de Harvard (Septiembre-Diciembre 2002).

**RODRÍGUEZ MOLINUEVO, José Manuel.** Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la UPV/EHU. Profesor de la Licenciatura de Administración y Dirección de Empresas de la Facultad de CC. Económicas y Empresariales de Sarriko y de diferentes postgrados de la Universidad (Master en gestión de empresas, Especialista en Contabilidad y Normas Internacionales, Master en gestión para la competitividad empresarial, etc.). Ha impartido varios cursos de doctorado y autor de diversas publicaciones científicas y profesionales en revistas y en libros. Participe con ponencias y comunicaciones en múltiples congresos, encuentros y seminarios de materias relacionadas con la Contabilidad. Presidente de la comisión de evaluación de la calidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UPV/EHU.

**ROMEO IBÁÑEZ, Miguel Ángel.** Abogado y asociado del departamento fiscal de Cuatrecasas Abogados. Licenciado en Derecho por la Universidad de Zaragoza y Master en Asesoría fiscal de empresas por el Instituto de Empresa (Madrid). Ha participado en numerosas reestructuraciones empresariales y está especializado en el asesoramiento fiscal a empresas familiares. Colaborador habitual de la Cátedra de Empresa Familiar de la Universidad de Zaragoza, y ha realizado conferencias y ponencias en relación con la fiscalidad de la empresa familiar.

**SACRISTÁN NAVARRO, María.** Profesora titular de Organización de Empresas en la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid. Sus áreas de interés están relacionadas con la empresa familiar, el Gobierno corporativo, y la estrategia empresarial. Ha publicado sus trabajos tanto en revistas nacionales como internacionales, tales como, CEDE, Papeles de Economía o Family Business Review.

**SANAÚ VILLARROYA, Jaime.** Licenciado en Ciencias Empresariales (Premio Extraordinario) y Doctor en CC.EE. Profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad de Zaragoza y realiza sus actividades docentes e investigadoras en la Facultad de CC.EE. Sus investigaciones se centran en la intervención pública de las economías y más concretamente, en los factores explicativos del crecimiento; la economía de la defensa; el sector energético y la economía regional, (especial dedicación a la aragonesa). Ha escrito varios libros colectivos y numerosos artículos en revistas nacionales e internacionales: Structural Change and Economic Dynamics, International Review of Applied Economics, Applied Economics, Applied Economic Letters, Revista de Economía Aplicada, Información Comercial Española, Papeles de Economía Española o Economía Industrial.

**SANTANA MARTÍN, Domingo Javier.** Profesor contratado doctor en el Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Las Palmas. Su tarea docente e investigadora se ha centrado en las finanzas corporativas y, en el sistema de gobierno de

las empresas. Autor de artículos en revistas científicas especializadas y ha sido ponente de trabajos en diferentes congresos, en ambos casos de ámbito nacional como internacional. Ha participado en proyectos de investigación tanto públicos como privados.

**VARA MIRANDA, María Jesús.** Profesora titular de Economía Aplicada en la UAM y miembro del Grupo de Investigación sobre Crecimiento de la Economía Mundial (GICEM) de la Universidad Complutense. Entre sus publicaciones destacan las que analizan las relaciones económicas internacionales, en especial las que tienen como protagonistas a los países europeos. También ha realizado otros estudios sobre desarrollo económico y relaciones de género.

**VASCONCELOS, Paulo B.** Doctor en Ciencias de la Ingeniería por la Universidad de Oporto, Portugal. Profesor en la Facultad de Economía de la misma Universidad, donde imparte clases de Economía Computacional, Matemática para Economía y Simulación Económica y Financiera. Sus áreas de especialización incluyen la resolución numérica de modelos económicos y la programación paralela en máquinas de memoria distribuida. Tiene publicados diversos trabajos científicos y pedagógicos.

**VILLARREAL LARRINAGA, Oskar.** Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la UPV/EHU, profesor del departamento de Economía Financiera II y miembro investigador del Instituto de Economía Aplicada a la Empresa de la UPV/EHU. Docente de Dirección Estratégica e Internacionalización en Licenciatura y Postgrado. Sus publicaciones científicas se basan en: la internacionalización de la empresa y el método del estudio de casos. En relación a la primera, ha sido ponente en congresos nacionales e internacionales, y premiado su modelo de dirección estratégica para la internacionalización «el modelo de las diez estrategias» en el GCBF Costa Rica 2007 del Institute for Business and Finance Research (IBFR). En relación a la segunda, es coordinador y autor del método del proyecto «Estudios Temáticos de Casos de Empresas Vascas de Gestión Innovadora» de Innobasque y primer premio de metodología en economía de la empresa (Premio FESYDE Investigador2007 en AEDEM Madrid 2007).

# NATURALEZA, OBJETIVOS Y PERFIL EDITORIAL DE LA REVISTA *EKONOMIAZ*

## DECLARACIÓN DE OBJETIVOS

Las revistas, en tanto que son los principales medios de comunicación científica, poseen una gran responsabilidad en el desarrollo de la ciencia. Su forma de contribuir a él es estableciendo una política editorial definida y transparente respecto de aspectos que tienen que ver con la ética de la investigación y publicación, con el proceso de evaluación y «arbitraje» científico, con una buena gestión profesional y con otros aspectos editoriales fundamentales.

*Ekonomiaz* se fundó en 1985, y lleva casi un cuarto de siglo inmersa en la comunidad científica económica. Sus objetivos fundamentales son: a) la promoción de la investigación científica universitaria y la divulgación de sus resultados en los campos de la teoría y la economía empírica y aplicada, con especial atención a los de la Economía, el Derecho y la Administración del Sector Público; b) la divulgación de calidad de los avances científicos conseguidos en las áreas que cultiva; c) la colaboración en la racionalidad del proceso de toma de decisiones públicas en materia económica, facilitando explicaciones, fundamentos y datos para respaldar el diseño, la ejecución y la evaluación de las políticas económicas de la Administración Pública vasca.

*Ekonomiaz* siempre ha adoptado una perspectiva científica rigurosa basada en el realismo científico entre cuyos componentes figuran la objetividad, la imparcialidad, el enfoque global e interdisciplinar y la contrastación empírica de hipótesis y resultados. Con el subtítulo de *Revista Vasca de Economía* se ha querido subrayar que aunque sus análisis no se circunscriben exclusivamente a su ámbito territorial natural, el conocimiento de la economía vasca y la perspectiva del desarrollo y la innovación regional deben estar siempre presentes.

La concepción del contenido de la revista se basa en la elección de un tema central sobre el que pivotan los artículos. La elección de dichos temas se guía por el criterio de relevancia en su doble acepción de importancia y pertinencia: los temas seleccionados son aquellos que se encuentran en cada momento en el centro del debate académico, político y social. Sin embargo, *Ekonomiaz* no se limita a abordar los temas candentes del momento, con una visión a corto plazo; sino que como herramienta de prospección económica a medio y largo plazo intenta también penetrar en el futuro. Por ello, *Ekonomiaz* trata de situarse lo más cerca posible de la vanguardia del conocimiento planteando temas que puedan lle-

gar a ser objeto de especial interés y atención en el mundo académico y político. Además, la revista incorpora la sección «Otras colaboraciones» donde se publican trabajos originales «no solicitados expresamente» relativos a asuntos de interés en la economía real y la investigación académica.

## GESTIÓN EDITORIAL

La gestión editorial de la revista *Ekonomiaz*, que es uno de los elementos esenciales de la política editorial, descansa en dos órganos: el Consejo de Redacción y la Dirección ejecutiva. El primero es el responsable de mantener la línea editorial, así como de la selección de los temas centrales de investigación, del asesoramiento científico general y de la relación con centros de investigación y universidades. Los miembros de este consejo se eligen de acuerdo con principios de excelencia profesional y académica, y capacidad investigadora, así como con criterios de experiencia en tareas de dirección, y, a ser posible, en la de edición de revistas científicas. Las funciones de dirección ejecutiva son asumidas por un equipo integrado por un director ejecutivo, un subdirector y tres editores. Este equipo es el responsable del buen funcionamiento de los procesos de selección, evaluación (basado en un sistema de doble evaluación anónima) y publicación de los trabajos originales.

*Ekonomiaz* está admitida en el Catálogo de revistas Latindex al cumplir la mayoría de los criterios bibliográficos de calidad establecidos por el acreditado sistema de información, tanto para revistas escritas como electrónicas. Hay que subrayar que en el Catálogo Latindex sólo aparecen las revistas previamente seleccionadas y clasificadas según criterios internacionales de calidad editorial previamente probados y convenidos por el Sistema Latindex.

Dichos criterios son utilizados por la base de datos DICE (Difusión y Calidad Editorial de las Revistas Españolas de Humanidades y Ciencias Sociales y Jurídicas) que tiene como objetivo facilitar el conocimiento y la consulta de algunas de las características editoriales de las revistas españolas de Humanidades y Ciencias Sociales más estrechamente ligadas a la calidad. La base de datos DICE está desarrollada por el CINDOC (Centro de Información y Documentación científica) y la ANECA (Agencia Nacional de Evaluación de la Calidad y Acreditación).

La revista *Ekonomiaz* está calificada dentro de las 19 mejores revistas de Economía según los criterios de evaluación de revistas científicas del DICE perteneciente al CINDOC del CSIC (Centro Superior de Investigaciones Científicas).

Todos los artículos de los monográficos de la revista *Ekonomiaz* están accesibles en nuestra web [http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice\\_c.apl](http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice_c.apl).

Cada número de *Ekonomiaz* se acompaña con un Informe Ejecutivo donde se sintetizan las principales ideas que se desarrollan en los artículos de *Ekonomiaz*; pretenden servir de orientación a los responsables políticos y agentes económicos para la toma de decisiones. A los Informes Ejecutivos puede accederse en la siguiente dirección: [http://www.ogasun.ejgv.euskadi.net/r51-19220/es/contenidos/informacion/estudios\\_publicaciones\\_dep/es\\_publica/informe\\_anual.html](http://www.ogasun.ejgv.euskadi.net/r51-19220/es/contenidos/informacion/estudios_publicaciones_dep/es_publica/informe_anual.html).



# NORMAS DE PRESENTACIÓN DE TEXTOS ORIGINALES A LA REVISTA *EKONOMIAZ*

## 1. ORIGINALIDAD

La originalidad que exige *Ekonomiaz* obliga a que el contenido de los artículos no podrá haber sido publicado y tampoco figurar en otro trabajo que esté a punto de publicarse o en proceso de publicación en cualquier otra revista nacional o extranjera (en una versión similar traducida), ya sea de edición ordinaria o electrónica. Se entiende por publicación repetitiva no sólo el duplicado exacto de un artículo, sino también la publicación repetida de esencialmente la misma información y análisis, así como formar parte de un libro del autor o colectivo.

Además, en la carta de presentación de artículos originales se debe incluir la declaración de que el manuscrito se ha enviado solamente a *Ekonomiaz* y que, por tanto, no se ha enviado simultáneamente a ninguna otra.

De no haber una declaración expresa de la contribución específica de cada uno de los autores en un trabajo colectivo, se entiende que todos ellos indistintamente han participado en la concepción y el diseño, la recogida de datos, el análisis y la interpretación de los mismos, la redacción del borrador, la revisión crítica del artículo y la aprobación final.

## 2. RIGOR Y CALIDAD

Los factores sobre los que se fundamenta la calidad exigida a los trabajos originales que se presentan y, en consecuencia, la decisión sobre la aceptación y rechazo de los originales por parte de Consejo de Redacción de *Ekonomiaz* son, básicamente, los siguientes:

- Originalidad de los resultados obtenidos o hipótesis verificadas (con distintos grados). Actualidad y novedad científica.
- Relevancia social y epistemológica: utilidad o aplicabilidad y significación o avance en el conocimiento.
- Fiabilidad y validez científica, es decir, calidad metodológica contrastada.
- Redacción excelente, estructura y coherencia lógica y buena presentación material. Los originales deberán estar escritos en lengua española, inglesa o euskera.

### 3. ESTILO

Debe cuidarse el estilo y la claridad de la escritura, respetarse escrupulosamente las normas gramaticales y recomendaciones de las autoridades de la lengua, y evitarse las expresiones redundantes e innecesarias. Cuando el idioma original no sea el inglés, se desaconseja el uso de anglicismos técnicos, salvo que no exista voz ni forma de adaptación al español o al euskera, así como los anglicismos sintácticos o de construcción. Las normas internacionales ISO (UNE, en español) son de especial relevancia y deben tenerse en cuenta en el ámbito de la edición científica.

La Redacción de la revista podrá hacer modificaciones menores de redacción: eliminar errores gramaticales y tipográficos; expresiones poco afortunadas; giros vulgares o envejecidos, frases ambiguas o afirmaciones dudosas,... a fin de asegurar la corrección gramatical, la adecuación al estilo científico y el estricto respeto a las normas técnicas y de estilo de las fuentes más autorizadas: el Libro de Estilo del IVAP (Instituto Vasco de Administración Pública); y los diccionarios de la Real Academia de la Lengua Española y Euskaltzaindia.

Obviamente no pueden introducirse cambios en el contenido sustancial del artículo sin conocimiento y aceptación del autor. Dado que la responsabilidad del contenido de un trabajo así como su propiedad pertenecen a los autores hasta que no es publicado en *Ekonomiaz*, la revista les informará de los posibles cambios y modificaciones de significado que hayan podido producirse durante la revisión crítica y estilística del original, previa a su publicación, y pedirá autorización para modificar el contenido y adaptarlo al estilo editorial. El autor deberá aceptar las correcciones de estilo propuestas por *Ekonomiaz* o rechazarlas razonadamente.

### 4. EVALUACIÓN PRECEPTIVA

Los artículos originales recibidos son sometidos al proceso de doble evaluación anónima mediante evaluadores profesionales externos, independientemente de si los trabajos han sido presentados por los autores a la redacción sin solicitud previa o si han sido pedidos expresamente por los editores o el coordinador nombrado para dirigir el monográfico. *Ekonomiaz* cuenta con una cartera de evaluadores de primer nivel, acreditados por su participación activa y regular en procesos de evaluación de publicaciones nacionales y extranjeras de prestigio. El equipo de la redacción junto con el Consejo de Redacción supervisa y evalúa la calidad de las revisiones y de los evaluadores externos.

### 5. NORMAS DE PRESENTACIÓN FORMAL DE MANUSCRITOS

1. Los originales, que podrán estar escritos en español, inglés o euskera, deberán remitirse en versión electrónica (en disquete de 3,5" o en CD-Rom, en formato MICROSOFT WORD® o compatible) a la siguiente dirección:

Revista *EKONOMIAZ*

Dirección de Economía y Planificación

Departamento de Hacienda y Administración Pública

Eusko Jaurlaritza / Gobierno Vasco

Donostia-San Sebastián, 1

01010 Vitoria-Gasteiz

2. La Redacción de *Ekonomiaz* acusará recibo de los originales, y notificará al autor, a la dirección de contacto señalada, las posibles incidencias del envío. Para cualquier información sobre el proceso editorial, los autores pueden contactar con la redacción en: <economia@ej-gv.es>.
3. Los originales deberán estar mecanografiados a espacio y medio, con un cuerpo de letra de tipo 12 y con márgenes mínimos de 2,5 centímetros. La extensión máxima de los trabajos no deberá exceder de 40 páginas, incluidos apéndices, cuadros y gráficos. En la primera página deberá constar el nombre del autor o autores junto con la institución a la que pertenezcan, además de una dirección de contacto, que incluirá tanto los datos postales como los números de teléfono, fax y la dirección de correo electrónico. Esta dirección de contacto será la empleada en las comunicaciones de los editores de la revista.
4. Cada original incluirá, en una hoja independiente, un resumen del trabajo de no más de 125 palabras en español y en inglés, un índice del contenido, una lista de palabras clave (al menos dos y no más de cinco) y las referencias correspondientes a la clasificación del *Journal of Economic Literature*.
5. El texto correspondiente al contenido del trabajo presentado deberá comenzar en una nueva página. Las distintas secciones en las que se estructure el artículo han de numerarse de forma correlativa siguiendo la numeración arábiga (incluyendo como 1<sup>a</sup> la sección de introducción) y la rúbrica correspondiente se consignará en letras minúsculas tipo negrita. Consecutivamente, los apartados de cada sección se numerarán con dos o, si fuera preciso, tres dígitos (por ejemplo: 2.3, 2.3.2).
6. Los cuadros, gráficos estadísticos y el material gráfico, en general, se numerarán de forma consecutiva en cada categoría y siempre con números arábigos. En cuanto a su ubicación en el original, siempre figurarán al final del documento, tras las referencias y, en su caso, los apéndices; a lo largo del texto se indicará claramente el lugar preciso en el que deberán aparecer en la versión impresa. Su utilización debe ser siempre medida, no debiéndose incluir información innecesaria o irrelevante.
7. Si el artículo incluye representaciones gráficas, se adjuntarán los datos numéricos que sirven de base para su elaboración.
8. Las ecuaciones y cualquier otra expresión matemática deberán aparecer numeradas de forma correlativa a lo largo del texto y con alineamiento al margen derecho.
9. Las notas que se intercalen en el texto deberán limitarse por criterios de estricta oportunidad, de acuerdo con el desarrollo del trabajo. Para referenciar las notas que pudie-

ran incluirse en tablas o cuadros se usarán letras minúsculas (a, b, etc.), presentado su contenido al pie del respectivo cuadro o gráfico. Los agradecimientos y cualquier otra información que pudiera incorporarse figurarán referenciadas mediante un asterisco asociado al título del artículo o al nombre del autor o autores según corresponda.

10. Las referencias a la literatura científica invocadas en el trabajo figurarán tras la última sección del artículo y bajo la rúbrica Referencias bibliográficas. Se detallarán por orden alfabético de autores (no numerada). Su correcta verificación es responsabilidad del autor. Las citas aparecerán en el texto según el formato «autor-fecha», distinguiendo mediante letras minúsculas consecutivas si existen coincidencias de autor y año. Las referencias en el texto que incluyan hasta dos autores deben ser completas, usándose la fórmula *et al.* para un mayor número de autores.
11. En cuanto a la composición de las entradas en la lista bibliográfica se ajustarán al siguiente formato:

AUERBACH, A. y KOTLIKOFF, L. J. (1983): «National savings, economic welfare, and the structure of taxation», en FELDSTEIN, M.S. (ed.), *Behavioural simulation methods in tax policy analysis*, NBER-The University of Chicago Press, 459-498, Chicago.

COWELL, F.A. (1990): *Cheating the government: The economics of tax evasion*, Massachusetts MIT Press, Cambridge.

HOOVER, K. (1984): «Comment on Frazer and Boland-II», *American Economic Review*, 74: 789-794.

—1988: *The New Classical Macroeconomics*, Blackwell, Oxford.

—1989: «Econometrics as Measurement», mimeo.

—1990: «Scientific Research Program or Tribe? A joint appraisal of Lakatos and the New Classical Macroeconomics», University of California, working Paper, 69, Davis.

—1991a: «Calibration and the Econometrics of the Macroeconomy», mimeo.

—1991b: comunicación privada.

MIRRELES, J.A. (1971): «An exploration in the theory of optimum income taxation», *Review of Economic Studies*, 38: 175-208.

SEGURA, J. (1991): «Cambios en la política de defensa de la competencia y la política industrial», *Ekonomiaz*, 21: 32-49.
12. En el caso de que el original se acepte para su publicación, el autor se compromete a satisfacer las recomendaciones y prescripciones de los informes de evaluación y presentar una versión mejorada. También deberá revisar las pruebas de imprenta en un plazo máximo de cuatro días desde su recepción.
13. Los autores recibirán dos ejemplares del número de la revista en el que se publique el original, así como la versión definitiva en PDF de su artículo.

# EKONOMIAZ

## ÚLTIMOS NÚMEROS PUBLICADOS

50. El gobierno de la empresa
51. La propiedad intelectual en la sociedad de la información
52. Lecciones de la deflación: Estados Unidos frente a Japón
53. La política de clusters en el País Vasco
54. El siglo XX en la historia económica del País Vasco: de la gran empresa a las pymes
55. Inversión extranjera directa y procesos de deslocalización
56. Ciencia, tecnología, innovación y sociedad
57. Valoración de activos ambientales: la catástrofe del *Prestige*
58. Ciudades Región Globales. Espacios Creativos y Nueva Gobernanza
59. Capital Social. Innovación Organizativa y Desarrollo Económico
60. La evaluación de las políticas públicas
61. Economía y derecho de la competencia
62. La actividad emprendedora como motor de desarrollo económico
63. Infraestructuras tecnológicas. Soporte de la Economía del siglo XXI
64. Desarrollo sostenible y Agenda 21 Local
65. Responsabilidad social de la empresa. Más allá de la sabiduría convencional
66. Claves del sistema financiero
67. Economía del cambio climático. Diseño de políticas de mitigación y adaptación

## PRÓXIMOS NÚMEROS

Nueva Economía pública  
Sistemas regionales de innovación



# BOLETÍN DE SUSCRIPCIÓN

Nombre o Razón Social.....  
Domicilio.....  
Localidad..... D.P.....  
Provincia o País.....  
DNI/NIF..... Tfno.....

TARIFAS: Suscripción anual (3 números)

- Particulares: 18 €.
- Instituciones y empresas: 30 €.
- Números sueltos: 12 €.
- Estudiantes 20% de descuento

PAGO  Talón bancario a favor de «Tesorería General del Gobierno Vasco»  
 Transferencia bancaria

Firma o Sello

## EKONOMIAZ

Ogasun eta Herri Administrazio Saila. Ekonomia eta Plangintza Zuzendaritza  
Dpto. de Hacienda y Administración Pública. Dirección de Economía y Planificación  
Eusko Jaurlaritza/Gobierno Vasco. Donostia-San Sebastián, 1 – 01010 Vitoria-Gasteiz

Tfno.: 945 019 038 – Fax: 945 019 062

E-mail: [ekonomia@ej-gv.es](mailto:ekonomia@ej-gv.es)

[http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice\\_c.htm](http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice_c.htm)





# HARPIDETZA-ORRIA

Interesatuaren edo Sozietatearen Izena .....  
Helbidea .....  
Herria ..... D.B. ....  
Probintzia edo Herrialdea .....  
NAN/IFZ ..... Tlf. ....

TARIFAK: Urteko Harpidetza (3 ale)

- Bereziak: 18 €.
- Erakunde eta enpresak: 30 €.
- Ale solteak: 12 €.
- Ikasleentzat %20ko beherapena

ORDAINKETA  Banku-taloia «Eusko Jaurlaritzako Altxortegi Orokorra»ren alde  
 Banku-transferentzi

Sinadura edo zigilua

## EKONOMIAZ

Ogasun eta Herri Administrazio Saila. Ekonomia eta Plangintza Zuzendaritza  
Dpto. de Hacienda y Administración Pública. Dirección de Economía y Planificación  
Eusko Jaurlaritz/Gobierno Vasco. Donostia-San Sebastián, 1 – 01010 Vitoria-Gasteiz

Tfno.: 945 019 038 – Fax: 945 019 062

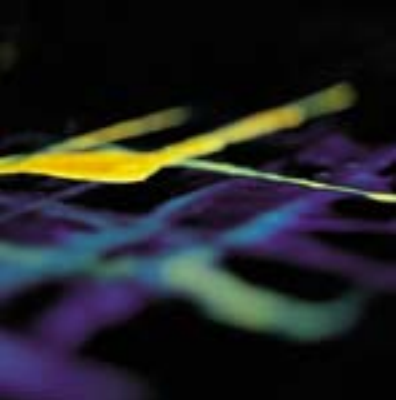
E-mail: [ekonomia@ej-gv.es](mailto:ekonomia@ej-gv.es)

[http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice\\_c.htm](http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice_c.htm)





# ERKON



La liberalización de los intercambios económicos y financieros y el desarrollo de las comunicaciones internacionales y de las tecnologías de la información en las últimas décadas, ha acelerado la globalización de los mercados y de las empresas, provocando un desfase entre el tamaño de las empresas competidoras y las nuevas dimensiones y características del mercado. Esta necesidad de mayores dimensiones para competir en mercados cada vez más globalizados y la imposibilidad que una empresa pueda desarrollar por sí sola todos los recursos y habilidades necesarias para el éxito, conducen a las empresas a establecer distintos nexos de unión entre ellas para alcanzar dichos objetivos. Como respuesta, las empresas se han involucrado en complejos procesos de reformas estructurales y organizativas, con un fuerte incremento de fusiones, adquisiciones, alianzas o intercambios accionariales para lograr su expansión internacional.

ISSN 0213-3865



P.V.P.: 12 €