

CAPÍTULO 2

¿POR QUÉ PERSISTEN LOS GRUPOS EMPRESARIALES EN EUROPA? VACÍOS INSTITUCIONALES, VENTAJAS FINANCIERAS O LIMITACIÓN DE RIESGOS

Pablo Doucet

Ignacio Requejo

Isabel Suárez-González*

1. INTRODUCCIÓN

Una cuestión clave en el análisis de la relación propiedad-estrategia-resultados es *quién* es el propietario de la empresa (Galve-Górriz y Salas-Fumás, 1993). Los diferentes propietarios persiguen unos objetivos e intereses particulares y, por tanto, promueven en el seno de la empresa distintas estrategias, lo que a su vez explica en parte la heterogeneidad en sus resultados económicos. Un tipo de propietario que no ha recibido la atención que se merece por parte de la investigación empresarial (al menos en comparación con otros, como las familias o las entidades bancarias) es el grupo de sociedades, es decir, aquellos casos en los que los accionistas significativos son otras empresas, las cuales a su vez tienen como propietarios a determinadas personas físicas o jurídicas (Embrid Irujo y Salas Fumás, 2005). Únicamente en las últimas décadas la investigación sobre los grupos empresariales ha ido creciendo (Carney *et al.*, 2011).

Sin embargo, los grupos empresariales han sido y continúan siendo una forma de propiedad muy extendida tanto en los países más desarrollados como en las economías menos avanzadas (La Porta, Shleifer y López de Silanes, 1999). Sus efectos,

* Los autores desean manifestar su agradecimiento al profesor Vicente Salas y reconocer expresamente la deuda intelectual contraída con él por sus pioneras y relevantes contribuciones al estudio de las relaciones propiedad-estrategia-resultados a lo largo de su trayectoria académica. Quisiéramos destacar especialmente su trabajo sobre el gobierno de los grupos de sociedades (Embrid Irujo y Salas Fumás, 2005). Este capítulo de libro está inspirado en dicho trabajo y trata de responder a alguna de las propuestas de investigación que en el mismo se plantean.

además, tanto en los resultados empresariales como a nivel social, siguen siendo un tema controvertido. Son diversos los estudios que subrayan la doble perspectiva con la que se han analizado los grupos empresariales, caracterizándolos como “modelos o parásitos” (Khanna y Fayeh, 2007) o “anacronismos o avatares” (Granovetter, 2005).

Esta es una cuestión de investigación en la que confluyen las perspectivas organizativa y jurídica, y en la que se hace especialmente patente la necesidad de complementarse mutuamente. Ambas perspectivas difieren en la definición teórica de cuáles son las fronteras o límites de la empresa. Para muchas empresas las fronteras jurídicas (la sociedad o entidad legal) no coinciden con las fronteras organizativas (empresa como unidad de dirección o grupo empresarial). A pesar de ello, en la investigación en empresa, especialmente en la de naturaleza empírica, la unidad de análisis más ampliamente empleada es la de la entidad legal.

El objetivo principal de este capítulo es analizar la relevancia económica y tipología de los grupos empresariales en España y en el resto de los países de la Unión Europea (UE). Con ello, pretendemos aportar elementos de reflexión y discusión sobre hasta qué punto los estudios empresariales deberían extender los límites de la unidad de análisis más allá de la entidad legal, y considerar el grupo como nivel de análisis relevante.

Para ello, nuestro trabajo ofrece, en primer lugar, una definición y clasificación de los grupos empresariales. A continuación, se repasan y comparan las diversas respuestas ofrecidas a la pregunta de por qué algunas empresas adoptan la forma de grupo empresarial, centrándonos concretamente en: la existencia de vacíos institucionales, las ventajas financieras de las estructuras piramidales, y la limitación de los riesgos. A partir de ahí, se analiza la prevalencia de cada tipo de grupo empresarial en la UE y se explora el peso relativo de cada una de las explicaciones anteriores en el origen de los grupos empresariales.

2. DEFINICIÓN Y TIPOLOGÍA DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES

Los grupos de empresas en lugar de las empresas independientes constituyen un mejor reflejo de la corporación moderna. Existen muchas definiciones (y etiquetas) de “grupo empresarial” debido a la heterogeneidad de formas con las que estas organizaciones se presentan en diferentes países (Colpan y Cuervo-Cazurra, 2018; Yiu *et al.*, 2007). La principal diferencia entre las múltiples definiciones existentes estriba en la naturaleza de las relaciones entre las unidades (empresas afiliadas) que componen el grupo, siendo la distinción más importante entre relaciones formales (de propiedad) e informales (sin propiedad). Por un lado, la literatura empresarial

ha enfatizado las vinculaciones de propiedad, mientras que la sociología ha enfatizado los lazos informales, como la presencia de las mismas personas en los consejos de administración de varias empresas (Granovetter, 1995). Aunque no descartamos la posibilidad de que los grupos de empresas podrían coordinarse para operar en el mercado sin la existencia de vínculos de propiedad, a lo largo de este capítulo identificamos a un “grupo empresarial” como *un conjunto de empresas legalmente independientes con un mismo propietario*, lo que posibilita una unidad de dirección o acción coordinada (Belenzon, Hashai y Pataconi, 2019; Cainelli y Iacobucci, 2011). Frente a otras alternativas¹, esta definición tiene la ventaja de ser objetiva y cuantificable. Además, a pesar de sus limitaciones, el control derivado de la propiedad es diferente de cualquier otra dependencia contractual, la cual normalmente se limita a objetivos y periodos de tiempo específicos².

Una desventaja importante de nuestra definición es que puede solaparse con varios modelos organizacionales multinegocio, como las empresas multidivisionales, los conglomerados y los *holdings* empresariales (para una discusión más amplia, consúltese el trabajo de Colpan y Hikino, 2010). En principio, la *independencia legal de sus unidades* diferencia a los grupos empresariales de las empresas que organizan sus negocios (ya sean relacionados o no relacionados) en divisiones internas y ello tiene dos implicaciones importantes. En primer lugar, permite a sus unidades acceder tanto a los mercados de capitales y trabajo externos como internos³ (Locorotondo, Dewaelheyns y Van Hulle, 2012). En segundo lugar, limita el riesgo al capital aportado a cada afiliada, lo que implica que el riesgo de quiebra de una empresa miembro del grupo no propaga automáticamente los problemas financieros al resto de la organización (Bianco y Nicodano, 2006; Locorotondo, Dewaelheyns y Van Hulle, 2014).

Sin embargo, dejando a un lado la independencia legal de sus unidades, un grupo empresarial guarda cierta semejanza con otros modelos organizacionales si atendemos a las características de la sede central, el tipo de control administrativo que esta ejerce sobre los negocios, las características de las unidades operativas y los métodos comunes de crecimiento. En el siguiente apartado, intentamos matizar la aparente desventaja de nuestra definición mediante la formulación de una taxo-

¹ Un ejemplo de definición más amplia es la propuesta por Granovetter (1994): “Un grupo empresarial es un conjunto de empresas unidas mediante lazos formales y/o informales”.

² Como sostiene Strachan (1976), los grupos empresariales se caracterizan por relaciones estables y a largo plazo entre empresas miembro. Al contrario que en el caso de los conglomerados en EE. UU., los objetivos financieros cortoplacistas no parecen afectar la composición de los grupos empresariales. Otros factores como el nombramiento de los mismos directivos en varias afiliadas, las transacciones intragrupo, o la asignación de capital fortalecen y estabilizan las relaciones entre las empresas miembro (Chang y Hong, 2000; Guillén, 2000).

³ Al contrario que una división en una empresa multidivisional, una empresa afiliada puede obtener un préstamo bancario.

nomía de grupos empresariales. Esto nos permitirá diferenciar distintos modelos organizacionales que podrían encajar en nuestra definición de grupos empresariales.

A continuación, desarrollamos una taxonomía de grupos empresariales a lo largo de dos dimensiones—estructura y estrategia. La primera dimensión hace referencia a la configuración estructural de las relaciones de propiedad entre las unidades del grupo. La segunda hace referencia a la estrategia corporativa y al (subyacente) grado de coordinación entre las empresas del grupo.

Dimensión estructural. En el caso europeo, las relaciones de propiedad consisten en una o más personas que son accionistas mayoritarios de un conjunto de empresas⁴, de forma directa o indirectamente a través de varias empresas intermedias con una matriz en lo alto de la cadena de propiedad (empresa *holding*). De esta distinción emergen dos categorías de grupos empresariales: los grupos verticales o con estructura piramidal, en los que algunas empresas son poseídas por el propietario último a través de otras empresas intermedias, formando una cadena de propiedad con más o menos eslabones intermedios coronada por una empresa *holding*; y los grupos horizontales, en los que los propietarios últimos poseen directamente todas las empresas del grupo (Almeida y Wolfenzon, 2006). Normalmente las estructuras horizontales se encuentran en el sector de las pymes y son precursoras de las estructuras verticales (Lechner y Leyronas, 2009).

Dimensión estratégica. La segunda dimensión responde al nivel de coordinación y relación que existe entre las distintas empresas afiliadas. Bajo el prisma estratégico, una empresa afiliada es comparable a las unidades estratégicas de negocio que conforman otras formas organizacionales similares a los grupos empresariales, todas clasificadas como empresas “multiunidad” (Chandler, 1977). Según el grado de interrelación entre afiliadas, distinguimos entre conglomerados o corporaciones. Los conglomerados están compuestos por empresas afiliadas que no explotan sinergias operativas entre ellas y responden a estrategias de diversificación no relacionada⁵. Por otro lado, las corporaciones mimetizan a una estructura multidivisional con sus divisiones establecidas en empresas legalmente independientes⁶. Al

⁴ También existen casos en los que el propietario último del grupo es el Estado (Cazurra *et al.*, 2014).

⁵ La literatura financiera ha centrado sus esfuerzos en analizar este tipo de grupos, en los que el beneficio esencial de la afiliación a un conglomerado es el acceso a los mercados internos de capital (principalmente donde los mercados externos de capitales son imperfectos).

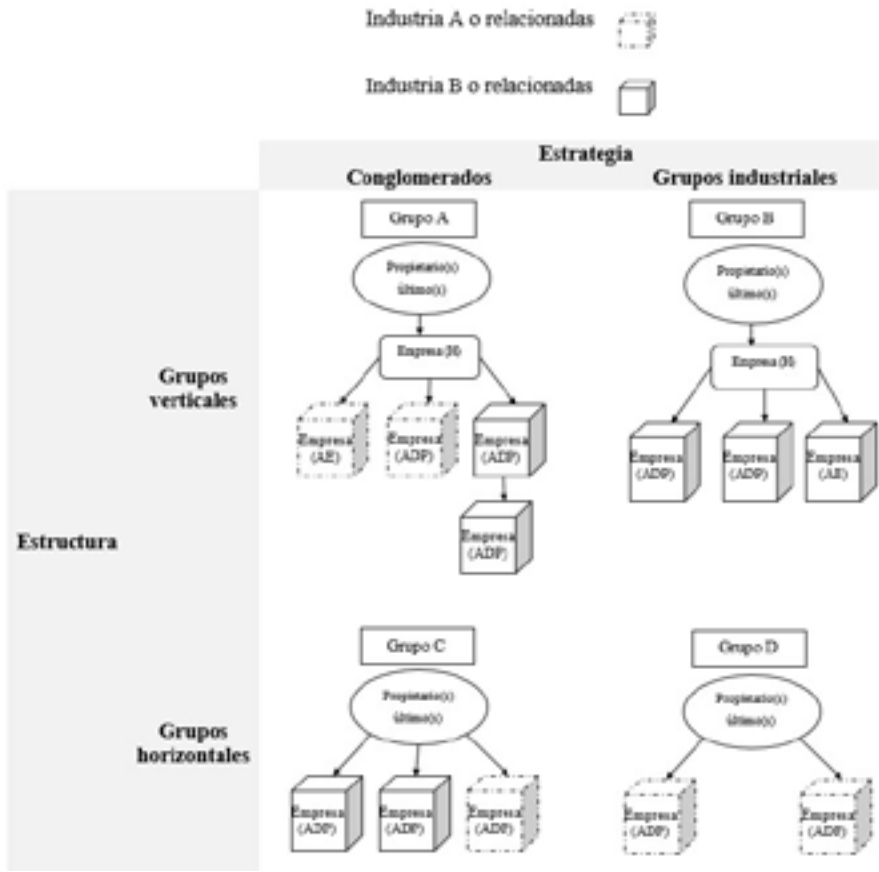
⁶ Una empresa multidivisional podría ser categorizada como un grupo empresarial si sus divisiones se constituyesen como empresas legalmente independientes. De hecho, para Alfred Chandler (uno de los padres teóricos de la forma multidivisional junto a Oliver E. Williamson) lo distintivo de la empresa multidivisional residía en la estructura administrativa, y nunca reparó explícita y sistemáticamente en la independencia legal de las unidades operativas de la empresa (Colpan y Hikino, 2010). En otras palabras, a la hora de catalogar a una empresa multidivisional, es indiferente si las unidades operativas se organizan como divisiones o afiliadas legalmente independientes, siempre y cuando sean administradas según el modelo chandleriano.

contrario que los conglomerados, las corporaciones poseen afiliadas en industrias relacionadas o en industrias pertenecientes a la cadena de valor de un bien/servicio y explotan sinergias operativas entre ellas.

Por último, basándonos en ambas dimensiones, derivamos una categorización de las distintas compañías que pueden conformar un grupo: afiliadas relacionadas con la financiación/dirección del grupo (la empresa *holding*), afiliadas en el extranjero (donde la creación de una nueva entidad legal diferenciada en un nuevo país es obligatorio), y afiliadas domésticas. En la figura 1, podemos ver cuatro ejemplos de

FIGURA 1

TIPOS DE GRUPOS EMPRESARIALES SEGÚN SU VERTICALIDAD/HORIZONTALIDAD, SEGÚN SEAN CONGLOMERADOS O CORPORACIONES Y UNA CLASIFICACIÓN DE LAS UNIDADES QUE LOS COMPONEN



Notas: (H) Empresas *holding*; (AE) Afiliadas extranjeras; (AD) Afiliadas domésticas.

Fuente: Elaboración propia.

grupos empresariales clasificados según su verticalidad/horizontalidad, según sean conglomerados o corporaciones, y una clasificación de todas las empresas integrantes según sean la empresa *holding* (H), afiliadas en el extranjero (AE) o afiliadas domésticas (AD).

3. LA RAZÓN DE SER DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES

Aparte de la necesidad de crecer rápidamente adquiriendo empresas ya establecidas en el mercado, existen distintas motivaciones para formar y operar una estructura grupal en lugar de una corporación con múltiples divisiones. Estas han sido recogidas por tres enfoques teóricos principales en torno al fenómeno de los grupos empresariales. Por supuesto, existen conexiones y solapamientos entre ellos, pero las particularidades de cada uno hacen necesario su análisis por separado. El primero concibe los grupos como una forma eficiente de asignar internamente recursos cuando los mercados externos e instituciones son ineficientes. El segundo entiende al grupo empresarial como un dispositivo financiero para maximizar el control de los accionistas mayoritarios y expropiar a los minoritarios. Por último, el tercero pone el foco en los beneficios de la compartimentación societaria para explicar la proliferación de los grupos. A continuación, comentaremos más detalladamente cada uno de ellos y hablaremos sobre su capacidad y limitaciones para explicar el fenómeno de los grupos.

Cabe resaltar que algunos de los argumentos teóricos discutidos a continuación adquieren validez en el caso de los grupos empresariales domésticos, donde los directivos pueden elegir entre controlar la actividad económica bajo una misma entidad legal o, por el contrario, a través de diferentes empresas legalmente independientes. En el caso de controlar una actividad económica que trasciende las fronteras de un país, el establecimiento de un grupo deja de ser una opción organizacional.

3.1. Los grupos empresariales como resultado de vacíos institucionales

Este enfoque entiende los grupos como un modelo organizacional de empresa eficiente para gestionar y desarrollar la actividad empresarial en las condiciones económicas, sociales y políticas que caracterizan a las economías emergentes (Granovetter, 1995; Khanna y Rivkin, 2001; Leff, 1978). Según esta perspectiva, la ubiquidad de los grupos en estos contextos es resultado de importantes deficiencias institucionales: subdesarrollo de los mercados financieros, arbitrariedad de los poderes públicos, alta inestabilidad política y mercados incompletos de productos intermedios. De este modo, el desarrollo de los mercados e instituciones

debería ir acompañado de su desaparición, ya que las transacciones de mercado se tornan más factibles/eficientes y los beneficios de la afiliación se disipan⁷ (Carney *et al.*, 2018).

La literatura previa señala que los grupos empresariales pueden suplir tres deficiencias institucionales principales (Aguilera *et al.*, 2020; Carney *et al.*, 2011; Holmes *et al.*, 2018). En primer lugar, los mercados internos de capitales incrementan la disponibilidad y la asignación óptima de los recursos financieros, ya que en el seno del grupo se minimizan los problemas de asimetría de información que caracterizan a los mercados externos (Dewaelheyns y Van Hulle, 2010). La afiliación también facilitaría el acceso a los mercados externos de capital por medio del uso de activos de otras afiliadas o la reputación del grupo como avales (Chang y Hong, 2000; Lechner y Leyronas, 2009). En segundo lugar, los grupos empresariales constituyen mercados internos de trabajo para suplir la insuficiencia de capital humano (Chang y Hong, 2000; Fisman y Khanna, 2004; Khanna y Palepu, 1997). En concreto, la gestión centralizada del reclutamiento y la formación, los incentivos de promoción interna, y la transferencia interna de capital humano y conocimientos generan valor cuando los mercados externos de trabajo son disfuncionales. En tercer lugar, las afiliadas a un grupo empresarial tienen la posibilidad de intercambiar factores productivos, capacidades y otros servicios que son escasos en los mercados externos.

En resumen, la perspectiva de los vacíos institucionales encuentra su justificación empírica en los grandes grupos en las economías emergentes y, en general, en todos los grupos que articulan mercados internos de factores de producción cuando los mercados externos no son eficientes. Las principales limitaciones de esta perspectiva son: 1) no explica por qué algunos negocios son organizados mediante entidades legalmente independientes en vez de en divisiones, las cuales también posibilitan la creación de mercados internos de capitales u otros recursos; 2) no explica la importante presencia y relevancia económica de los grupos empresariales en ciertos países donde el nivel de desarrollo económico es muy alto (Carney *et al.*, 2011).

3.2. La explicación financiera de los grupos empresariales

Las estructuras piramidales y la perspectiva del atrincheramiento. Este enfoque enfatiza el rol de los grupos empresariales en países desarrollados como dispositivos para separar propiedad y control (Carney *et al.*, 2018; Morck, Wolfenzon y Yeung, 2005). Aunque los propietarios últimos ejercen un control sustancial a lo largo de

⁷ A este enfoque subyace la idea de que cualquier modelo organizacional alternativo a la forma multidivisional es un fenómeno transitorio hacia la eficiencia organizacional (Chandler, 1962). Sin embargo, algunos trabajos recientes extienden la explicación de los vacíos institucionales a economías más desarrolladas (Belenzon *et al.*, 2019; Belenzon y Berkovitz, 2010).

toda la pirámide, solo poseen una mínima fracción de los derechos a los beneficios de las empresas que se sitúan en la parte baja de la pirámide, al ser éstas poseídas de forma indirecta a través de otras empresas. De esta separación surge la posibilidad de que los accionistas mayoritarios expropien la riqueza de los accionistas minoritarios de las empresas que se sitúan en la base de la pirámide. Este particular problema de agencia se conoce como *tunneling*.

Una explicación financiera de los grupos empresariales no cotizados. Sin embargo, la explicación financiera tiene poco poder explicativo en el caso de los grupos empresariales en el ámbito de la pyme, donde las empresas son predominantemente no cotizadas y la concentración de la propiedad es muy alta. Almeida y Wolfenzon (2006) extienden la explicación financiera a los pequeños grupos de empresas no cotizados. Estos autores sostienen que la creación de un grupo empresarial mediante el establecimiento de nuevas afiliadas legalmente independientes está motivada por la necesidad (o la mayor capacidad) para captar nuevas aportaciones de capital de inversores externos. Mediante estas estructuras, el propietario de control (normalmente un individuo o familia) recibe los flujos de caja de las empresas originarias y desvía hacia éstas parte de los flujos de caja de las nuevas afiliadas creadas para atraer aportaciones de capital externas. Al igual que en la perspectiva del atrincheramiento, el grupo es entendido como un dispositivo para expropiar a inversores externos en beneficio del propietario último.

En resumen, la explicación financiera de los grupos hace hincapié en la importancia de la independencia legal como forma de manipular la estructura de propiedad de los nuevos negocios. En grupos de empresa no cotizados, establecer empresas legalmente independientes da la oportunidad al propietario último de atraer capital de inversores externos a los actuales accionistas. En el caso de grupos donde algunas de las afiliadas cotizan en el mercado bursátil, el propósito es separar propiedad de control. El objetivo final es la creación de un grupo piramidal que permite al propietario último (a menudo una familia) minimizar el capital invertido para controlar una serie de grandes compañías cotizadas.

Por tanto, el enfoque financiero encuentra su justificación empírica en: 1) grandes grupos empresariales con estructura piramidal donde algunas o todas las empresas afiliadas cotizan en bolsa y son comunes las participaciones cruzadas y las acciones con diferentes derechos de voto; y 2), siguiendo la explicación financiera propuesta por Almeida y Wolfenzon (2006), en grupos empresariales en el ámbito de las pymes, donde ninguna empresa es cotizada, y donde el accionariado está compuesto por el propietario último (normalmente una familia) y accionistas minoritarios en algunas afiliadas con una relación puramente financiera—no ejercen control y solo esperan retornos proporcionales al capital invertido.

Las principales limitaciones del enfoque financiero son: 1) en el caso de la perspectiva del atrincheramiento, solamente adquiere validez cuando las empresas son cotizadas y los accionistas que no controlan la compañía son un gran número de accionistas minoritarios. 2) En el caso de la explicación financiera de los pequeños grupos de empresas no cotizadas, es necesario que el propietario último atraiga capital externo hacia las nuevas afiliadas, pero a su vez manteniendo el control de las operaciones que le permiten actuar sobre los flujos de caja. Que estos inversores externos aporten capital a la espera de retornos financieros (sin involucrarse en el control) es muy improbable en el sector de las pymes no cotizadas, ya que existen altos costes de agencia. 3) En ninguno de estos casos, se explican los grupos empresariales donde la matriz posee el cien por cien de las acciones de sus afiliadas.

3.3. Los grupos empresariales desde la perspectiva de la legislación y gobernanza corporativas

Esta perspectiva señala que las características del sistema legal de algunos países y la necesidad de evitar la propagación de riesgo entre las distintas actividades de una organización están detrás de la formación y el crecimiento de los grupos empresariales. En concreto, apuntan a que la proliferación de los grupos empresariales responde a las ventajas de la responsabilidad limitada. Bajo una entidad legal común, las obligaciones contraídas por una división interna pueden socavar los beneficios del resto de divisiones y, en última instancia, conducir a la entidad hacia la insolvencia. Mediante la división de las actividades en entidades legalmente independientes, el riesgo de una de las partes se traslada a los acreedores de dicha entidad legal y no afecta al resto de la corporación⁸ (Belenzon, Lee y Pataconi, 2018; Bianco y Nicodano, 2006; Dewaelheyns y Van Hulle, 2010; Khanna y Yafeh, 2005). Es decir, aunque sujeto a las excepciones donde se “levanta el velo” de la corporación, la responsabilidad limitada al capital aportado protege los activos del resto del grupo de los acreedores de una determinada afiliada. Así pues, pensada originariamente para fomentar las inversiones de capital, la responsabilidad limitada se ha convertido en el gran motor de crecimiento de los grupos empresariales.

Según este enfoque, existen también otros beneficios potenciales derivados de la (formación de los grupos) compartimentación societaria: 1) las afiliadas

⁸ El establecimiento de nuevas afiliadas legalmente independientes incentiva el crecimiento y la puesta en marcha de proyectos con más riesgo (más rentabilidad) sin poner en peligro a la organización actual. Por ejemplo, la creación del grupo Alphabet por Google para impedir que el riesgo de algunos proyectos comprometiera o se expanda a toda la cartera de negocios es una justificación de este enfoque. Otro ejemplo es el uso de grupos empresariales para poseer plantas nucleares en EE. UU., donde la responsabilidad limitada es usada como escudo ante posibles accidentes (Belenzon, Lee y Pataconi, 2018).

establecidas en paraísos fiscales pueden ser usadas para proteger los beneficios del grupo del alcance de las autoridades tributarias⁹ en el país de origen de la matriz o de las principales unidades operativas (Ting, 2012); 2) reduce los costes de información a los acreedores de la empresa. La compartimentación societaria promueve la especialización, permitiendo a los acreedores limitar su riesgo a aquellos negocios (afiliadas) que conocen bien y pueden monitorizar con relativa facilidad. El ahorro en costes de información puede ser sustancial conforme aumenta el tamaño de las sociedades y el número de negocios en los que operan; 3) puede simplificar los procesos de quiebra si un grupo empresarial puede asignar a distintos juzgados la quiebra de sus afiliadas. Estos procesos podrían producirse en paralelo y por tanto de una manera potencialmente más rápida (Gordon y Ringe, 2015).

Sin embargo, este enfoque también presenta algunos inconvenientes: 1) como señalan Belenzon, Lee y Pataconi (2018), esta motivación para crear empresas afiliadas legalmente independientes desaparece cuando el sistema legal tiene una mayor propensión a tomar al grupo en su conjunto como responsable de las pérdidas o externalidades que pueda generar una de sus empresas afiliadas. Así, en países donde la justicia es menos propensa a “levantar el velo” de la corporación en su conjunto (como en Reino Unido, Suecia o Dinamarca), el crecimiento y la inversión es canalizada mediante la partición más atomizada de las organizaciones económicas, favoreciendo así la creación de nuevas empresas afiliadas. Por el contrario, en países donde la justicia tiende en mayor medida a “levantar el velo” de la corporación (como en Alemania, Italia, Francia o Países Bajos), los activos de las organizaciones tienden a ser menos particionados y los límites de una entidad legal coinciden en mayor medida con los límites de la entidad económica. Por tanto, este enfoque no puede explicar por qué los grupos empresariales emergen en países donde el régimen jurídico tiende a considerar a todo el grupo como responsable de las pérdidas/externalidades de cualquiera de sus afiliadas. 2) Los costes de particionar los activos de una empresa en varias entidades legales pueden superar a los beneficios. Por ejemplo, las transacciones y avales intragrupo, junto con una pobre contabilidad a nivel de afiliadas pueden aumentar los costes de información¹⁰ y complicar los procesos de quiebra (véase Gordon y Ringe, 2015).

⁹ En general, las autoridades adoptan la “doctrina de la entidad legal” y tratan a la empresa como contribuyente tributario.

¹⁰ Si existe la práctica de avalar créditos de ciertas afiliadas con los activos de otras empresas del grupo, la capacidad para reducir los costes de información para los acreedores se evapora. Para ver esto, supongamos que las afiliadas A y B pertenecen al mismo grupo empresarial, que el Banco X da un crédito a la afiliada A, y que la afiliada B avala el crédito con sus activos. La garantía del crédito hace irrelevante la compartimentación societaria para el Banco X, ya que el rendimiento de ambas empresas va a determinar el cobro del crédito.

4. ANÁLISIS SOBRE LA RELEVANCIA Y NATURALEZA DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES EN ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA

En este apartado, analizamos la relevancia y forma de los grupos empresariales en España y en el resto de países de la Unión Europea. Para ello utilizamos Amadeus (Bureau van Dijk), una de las bases de datos con más fiabilidad y cobertura sobre información financiera y de propiedad de empresas europeas (tanto cotizadas como no cotizadas). La información corresponde al último año con datos disponibles para cada empresa, por lo que predominan los datos de 2019. Partiendo de las 2.294.799 empresas de la Unión Europea (27 países) contenidas en Amadeus, establecemos una serie de filtros para depurar nuestra muestra. En primer lugar, sacamos de nuestro análisis aquellas empresas que no están activas. En segundo lugar, eliminamos aquellas empresas que no poseen ninguna información sobre sus activos, número de empleados e ingresos de explotación. Aplicando estos filtros, la muestra final se compone de 1.091.792 empresas. A continuación, detallamos cómo identificamos los grupos empresariales y sus características en nuestra muestra final.

4.1. Qué entendemos por propietario último

Antes de clasificar a las empresas de la muestra en afiliadas y no afiliadas, es necesario detenerse en el concepto de propietario último. Como señalamos en la parte introductoria, nuestra definición de grupo se fundamenta en la propiedad, de la cual se deriva el control, es decir, el poder de determinar la asignación de recursos dentro de las empresas del grupo. En las economías modernas, decimos que un accionista controla una empresa cuando su participación en la misma le permite tener la mayoría de los votos en el consejo de administración. En concreto, el propietario último de un grupo empresarial es aquel accionista que posee más del 50 por 100 de los derechos de voto en la cadena de control y por lo tanto puede imponer su voluntad sobre el resto de los accionistas¹¹. Cuando los grupos aumentan su verticalidad, la estructura de los grupos empresariales puede ser muy compleja, con varias capas o eslabones intermedios en la cadena de control. En consecuencia, para identificar la propiedad de un grupo empresarial se han de tener en cuenta todas las relaciones directas e indirectas de propiedad que se dan entre el propietario último y las empresas que componen el grupo.

4.2. Determinación de la empresa afiliada

Una vez hemos establecido lo que entendemos por propietario último, procedemos a identificar los grupos empresariales que contiene nuestra muestra. Siguiendo

¹¹ Establecer el umbral en >50 por 100 para identificar al propietario último nos permite evitar situaciones donde una empresa podría estar en dos grupos empresariales a la vez.

el procedimiento de estudios previos (Belenzon y Berkovitz, 2010; Faccio y O'Brien, 2015), consideramos que una empresa es afiliada a un grupo empresarial si se cumple alguno de los siguientes criterios: 1) el propietario último de la empresa es también propietario de otra empresa de la muestra; 2) el propietario último de la empresa es otra empresa de la muestra; 3) la empresa es propietaria última de otra empresa de la muestra. A partir de estos criterios, los resultados arrojan un porcentaje de afiliación del 26 por 100. Como vemos en el mapa 1, la proporción de afiliadas varía considerablemente por países. Los países con mayor grado de afiliación de empresas a grupos empresariales son Países Bajos (67 por 100), Dinamarca (60 por 100), Luxemburgo (60 por 100) y Bélgica (53 por 100). Entre los países con menor propor-

MAPA 1

PROPORCIÓN DE AFILIADAS POR PAÍSES



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Amadeus (Bureau van Dijk).

ción de afiliadas se encuentran Eslovaquia (13 por 100), Grecia (9 por 100), Hungría (8 por 100) y Malta (8 por 100). España se acerca a la media de la UE con un 22 por 100 de empresas afiliadas.

4.3. Clasificación de los grupos empresariales

Una vez establecida la afiliación o no afiliación de todas las empresas de la muestra, clasificaremos los grupos en función de una serie de variables que nos permitan: 1) representar la taxonomía anteriormente propuesta; y 2) dilucidar en qué medida nuestros datos se ajustan a las explicaciones de los distintos enfoques teóricos sobre la razón de ser de los grupos empresariales. Las variables utilizadas para representar las características de los grupos empresariales aparecen en la tabla 1.

TABLA 1

VARIABLES UTILIZADAS PARA CARACTERIZAR A LOS GRUPOS EMPRESARIALES

| <i>Variable</i> | <i>Definición</i> |
|-----------------|---|
| Una cotizada | Afiliada a un grupo donde al menos una empresa cotiza en el mercado bursátil. |
| Subsidiarias | Número de empresas subsidiarias que posee una empresa afiliada. |
| Segmentos | Número de segmentos industriales (NACE Rev. 2 de dos dígitos) distintos en los que operan todas las afiliadas del grupo. |
| Concentrado | Toma el valor 1 si todas las empresas del grupo operan en la misma industria (mismo NACE Rev. 2 de dos dígitos); y 0 para el resto. |
| Países | Número de países en los que el grupo tiene al menos una empresa afiliada. |
| Doméstico | Toma el valor 1 si todas las empresas del grupo operan en el mismo país; y 0 en caso contrario. |

Nota: Véase, <https://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/notas.pdf>

Fuente: Elaboración propia.

Como vemos en la tabla 2, el 75 por 100 de los empleados, el 83 por 100 de las ventas y el 86 por 100 de los activos de toda la muestra pertenecen a algún grupo empresarial. Siguiendo el criterio del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos francés (INSEE) para la clasificación de los grupos por su tamaño (en base al número de empleados), el 81 por 100 de las afiliadas de la muestra pertenecen a un microgrupo (menos de 500 empleados). Sin embargo, vemos como alrededor del 50 por 100 de todo el empleo, ventas y activos se encuentran en uno de los 1.142 grupos empresariales de mayor tamaño de nuestra muestra (más de 10.000 empleados).

TABLA 2
TIPO DE GRUPOS EMPRESARIALES POR TAMAÑO

| <i>Tipos</i> | <i>Número de grupos</i> | <i>(%)</i> | <i>Empleados (En miles)</i> | <i>(%)</i> | <i>Ventas (En millones de euros)</i> | <i>(%)</i> | <i>Activos (En millones de euros)</i> | <i>(%)</i> |
|----------------------------------|-------------------------|------------|-----------------------------|------------|--------------------------------------|------------|---------------------------------------|------------|
| Grupos grandes (≥ 10.000) | 1.142 | 0.02 | 54.031 | 0.49 | 14.971.559 | 0.52 | 21.711.981 | 0.57 |
| Grupos medianos (2.000-9.999) | 3.580 | 0.05 | 14.709 | 0.13 | 4.413.095 | 0.15 | 5.471.670 | 0.14 |
| Grupos pequeños (500-1.999) | 8.426 | 0.12 | 8.234 | 0.07 | 2.433.144 | 0.08 | 3.050.834 | 0.08 |
| Microgrupos (1-499) | 57.469 | 0.81 | 5.979 | 0.05 | 2.201.375 | 0.08 | 2.976.805 | 0.08 |
| Empresas no afiliadas | | | 27.206 | 0.25 | 4.799.379 | 0.17 | 5.214.646 | 0.14 |
| Total | | | 110.159 | | 28.818.553 | | 38.425.936 | |

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla 3, se muestran los estadísticos descriptivos de las afiliadas de la muestra en función del tamaño del grupo al cual pertenecen. En cuanto a la dimensión estructural, podemos aproximar la verticalidad del grupo en función del número medio de subsidiarias (correlacionado a su vez con el tamaño del grupo en número total de afiliadas). Así, vemos como la mayoría de los grupos verticales se concentra en el sector de los grandes grupos empresariales (con una media de 5,4 subsidiarias por afiliada a un grupo grande), lo que sugiere que las estructuras horizontales son el antecedente de otras más complejas resultado del crecimiento empresarial. Es también en el sector de los grandes grupos donde se concentra la mayoría de las empresas cotizadas de la muestra. El 55 por 100 de todas las empresas pertenecientes a un gran grupo tienen al menos una empresa hermana que cotiza en el mercado bursátil. Es justamente aquí donde la perspectiva del atrincheramiento (la explicación financiera de los grupos empresariales) alcanza todo su poder explicativo¹². El peso económico de este subconjunto de grupos empresariales (véase el peso de los grupos grandes en la tabla 2) ha justificado el interés de la literatura financiera sobre este fenómeno. Sin embargo, vemos como el 50 por 100 de los activos, empleados y ventas quedan fuera de los grandes grupos empresariales, donde predominan las estructuras horizontales en las cuales el propietario último posee directamente y en su totalidad una serie de empresas no cotizadas¹³. Es aquí donde la explicación financiera pierde peso con respecto a otros enfoques teóricos.

¹² Si bien se sale del alcance de nuestro estudio, un análisis más profundo sobre los problemas de agencia que se dan en este tipo de estructuras debería tener en cuenta si existe una divergencia real entre propiedad y control dentro de las empresas del grupo.

¹³ En un análisis exploratorio, comprobamos como el índice de independencia Bureau van Dijk que proporciona Amadeus sugiere una gran concentración de la propiedad en los grupos empresariales pequeños y en los microgrupos, lo cual apunta a una ausencia de accionistas minoritarios.

TABLA 3
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

| <i>Grupos grandes (≥10.000 empleados)</i> | | | | | |
|---|--------------|--------------------------|------------|------------|------------|
| <i>Variable</i> | <i>Media</i> | <i>Desviación típica</i> | <i>p25</i> | <i>p50</i> | <i>p75</i> |
| Número de afiliadas | 144.57 | 234.35 | 31.00 | 59.00 | 141.00 |
| Subsidiarias | 5.37 | 38.34 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| Doméstico | 0.06 | 0.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Países | 11.74 | 6.71 | 6.00 | 12.00 | 18.00 |
| Concentración | 0.00 | 0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Número de segmentos | 16.80 | 13.17 | 8.00 | 12.00 | 21.00 |
| Una cotizada | 0.55 | 0.50 | 0.00 | 1.00 | 1.00 |

| <i>Grupos medianos (2.000-9.999 empleados)</i> | | | | | |
|--|--------------|--------------------------|------------|------------|------------|
| <i>Variable</i> | <i>Media</i> | <i>Desviación típica</i> | <i>p25</i> | <i>p50</i> | <i>p75</i> |
| Número de afiliadas | 22.40 | 21.19 | 9.00 | 16.00 | 28.00 |
| Subsidiarias | 3.25 | 21.32 | 0.00 | 0.00 | 2.00 |
| Doméstico | 0.25 | 0.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Países | 5.34 | 4.53 | 2.00 | 4.00 | 8.00 |
| Concentración | 0.02 | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Número de segmentos | 6.46 | 3.71 | 4.00 | 6.00 | 8.00 |
| Una cotizada | 0.16 | 0.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| <i>Grupos pequeños (500-1.999 empleados)</i> | | | | | |
|--|--------------|--------------------------|------------|------------|------------|
| <i>Variable</i> | <i>Media</i> | <i>Desviación típica</i> | <i>p25</i> | <i>p50</i> | <i>p75</i> |
| Número de afiliadas | 9.16 | 8.77 | 4.00 | 7.00 | 11.00 |
| Subsidiarias | 2.55 | 8.83 | 0.00 | 0.00 | 2.00 |
| Doméstico | 0.49 | 0.50 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| Países | 2.63 | 2.49 | 1.00 | 2.00 | 3.00 |
| Concentración | 0.07 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Número segmentos | 3.88 | 2.16 | 2.00 | 3.00 | 5.00 |
| Una cotizada | 0.08 | 0.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| <i>Microgrupos (1-499 empleados)</i> | | | | | |
|--------------------------------------|--------------|--------------------------|------------|------------|------------|
| <i>Variable</i> | <i>Media</i> | <i>Desviación típica</i> | <i>p25</i> | <i>p50</i> | <i>p75</i> |
| Número de afiliadas | 3.51 | 3.53 | 2.00 | 2.00 | 4.00 |
| Subsidiarias | 1.61 | 5.61 | 0.00 | 0.00 | 2.00 |
| Doméstico | 0.84 | 0.37 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Países | 1.28 | 0.87 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Concentración | 0.25 | 0.43 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| Número de segmentos | 2.19 | 1.12 | 1.00 | 2.00 | 3.00 |
| Una cotizada | 0.02 | 0.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

En cuanto a la diversificación geográfica, vemos como el tamaño del grupo empresarial está directamente relacionado con la necesidad de separar en unidades legalmente independientes la actividad económica que se realiza fuera de las fronteras del país de origen. Solo el 6 por 100 de los grandes grupos y el 25 por 100 de los medianos circunscriben su actividad a un solo país de la UE (de media, operan en 11 y en 5 países respectivamente). En contraposición, es interesante resaltar que el 49 por 100 de los grupos pequeños y el 84 por 100 de los microgrupos son grupos domésticos. Esto parece indicar que su formación responde a una opción organizacional “voluntaria”, motivada por razones diferentes a la necesidad de establecer una nueva entidad legal cuando la actividad empresarial se extiende más allá de las fronteras de un país.

En cuanto a diversificación de producto, encontramos una situación similar: el crecimiento del grupo parece estar directamente ligado a la separación de actividades poco relacionadas en empresas legalmente independientes. Únicamente los grupos pequeños y los microgrupos son más propensos a concentrar su actividad en el mismo NACE Rev. 2 de dos dígitos; esto es, parecen predominar las corporaciones frente a los conglomerados (el 25 por 100 de los microgrupos son grupos concentrados en un solo sector). Por tanto, atendiendo a los criterios de diversificación geográfica y de producto, la perspectiva de la legislación y gobernanza corporativas parece tener un gran poder de explicación del fenómeno de los grupos empresariales.

Por último, cabe resaltar que el porcentaje de afiliación es mayor en el área de influencia de Reino Unido (véase la distribución espacial de la proporción de afiliadas en el mapa 1), como en los Países Bajos, lo que parece ir en línea con las predicciones de la perspectiva de la legislación y gobernanza corporativas: la compartimentación societaria (y por tanto el número de afiliadas) es mayor en aquellos países donde se aplica la “doctrina de la entidad legal” y la probabilidad de “levantar el velo” de la corporación es menor (Belenzon, Lee y Pataconi, 2018; Gordon y Ringe, 2015). En contraste, la perspectiva de los vacíos institucionales parece tener escaso poder explicativo, ya que el nivel de afiliación es comparativamente más bajo en los países con menos desarrollo económico de la muestra (como Hungría, Rumanía o Bulgaria).

5. CONCLUSIONES

Los grupos empresariales se han estudiado comparativamente menos que otros modelos organizacionales¹⁴ en las economías avanzadas, probablemente porque

¹⁴ Como las empresas de estructura funcional focalizadas en un solo producto o las empresas multidivisionales diversificadas en líneas de producto relacionadas.

algunas de sus acepciones se vinculan más directamente con la organización económica propia de países emergentes (Colpan y Hikino, 2018). Sin embargo, partiendo de la definición propuesta en este capítulo, los análisis realizados demuestran que los grupos empresariales son también un modelo predominante en los países de la UE, los cuales constituyen un subconjunto importante de las economías más desarrolladas a nivel global. De hecho, el 26 por 100 de las empresas analizadas forma parte de una organización económica que trasciende los límites legales de una única empresa.

A pesar de su relevancia económica, la mayoría de los trabajos teóricos y empíricos en el campo de la Economía de la Empresa ignora las estructuras de grupo y utiliza la empresa legalmente independiente como la principal unidad de análisis para el estudio de la organización y el comportamiento empresarial. Basándonos en la premisa de que propiedad y control son dos dimensiones clave para establecer los límites de una organización y entender su manera de operar, en este capítulo demostramos que la entidad legal no es un indicador adecuado para delimitar las fronteras de la actividad empresarial. En consecuencia, futuros trabajos de investigación deberían considerar la gran divergencia existente entre las fronteras de la actividad empresarial (definidas en base a la propiedad y el control) y la entidad legal de las empresas que desarrollan dicha actividad.

Por último, el análisis descriptivo realizado sobre la relevancia y características de los grupos empresariales nos permite arrojar cierta luz sobre la validez de las principales teorías que pretenden explicar la razón de ser de los grupos empresariales. Entre ellas, la perspectiva de la legislación y gobernanza corporativas parece tener más poder explicativo frente a las explicaciones financieras e institucionales, al menos en el contexto de la UE. Es decir, los beneficios asociados con la (responsabilidad limitada) compartimentación de activos serían los principales responsables de la proliferación de estas organizaciones en un entorno como el europeo. Tras analizar la estructura de los 70.617 grupos empresariales de nuestra muestra, vemos como la adquisición/constitución de empresas legalmente independientes—frente al crecimiento orgánico mediante divisiones internas—es una forma común que tiene la empresa europea para expandirse en nuevos negocios o mercados. La entidad legal, por su parte, se convierte en la huella de este crecimiento.

BIBLIOGRAFÍA

AGUILERA, R. V., CRESPI-CLADERA, R., INFANTES, P. M. y PASCUAL-FUSTER, B. (2020). Business groups and internationalization: Effective identification and future agenda. *Journal of World Business*, 55(4), pp. 101050.

ALMEIDA, H. y WOLFENZON, D. (2006). Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets. *Journal of Financial Economics*, 79(1), pp. 99-144.

BELENZON, S. y BERKOVITZ, T. (2010). Innovation in business groups. *Management Science*, 56(3), pp. 519-535.

BELENZON, S., HASHAI, N. y PATACCONI, A. (2019). The architecture of attention: Group structure and subsidiary autonomy. *Strategic Management Journal*, 40(10), pp. 1610–1643.

BELENZON, S., LEE, H. y PATACCONI, A. (2018). Towards a legal theory of the firm: The effects of group liability on asset partitioning, decentralization and corporate group growth. *NBER Working Paper*, 24720.

BIANCO, M. y NICODANO, G. (2006). Pyramidal groups and debt. *European Economic Review*, 50(4), pp. 937-961.

CAINELLI, G. y IACOBUCCI, D. (2011). Business groups and the boundaries of the firm. *Management Decision*, 49(9), pp. 1549-1573.

CARNEY, M., GEDAJLOVIC, E. R., HEUGENS, P. P. M. A. R., VAN ESSEN, M. y VAN OOSTERHOUT, J. (Hans). (2011). Business group affiliation, performance, context, and strategy: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 54(3), pp. 437-460.

CARNEY, M., VAN ESSEN, M., ESTRIN, S., y SHAPIRO, D. (2018). Business groups reconsidered: Beyond paragons and parasites. *Academy of Management Perspectives*, 32(4), pp. 493-516.

CAZURRA, A. C., INKPEN, A., MUSACCHIO, A. y RAMASWAMY, K. (2014). Governments as owners: State-owned multinational companies. *Journal of International Business Studies*, 45(8), pp. 919-942.

CHANG, S. J. y HONG, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43(3), pp. 429-448.

COLPAN, A. M. y CUERVO-CAZURRA, A. (2018). Business groups as an organizational model. En: *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*. Oxford University Press.

COLPAN, A. M. y HIKINO, T. (2018). *Business Groups in the West: Origins, Evolution, and Resilience*. Oxford University Press.

COLPAN, A. M. y HIKINO, T. (2010). *The Oxford Handbook of Business Groups*. Oxford University Press.

DEWALHEYNS, N. y VAN HULLE, C. (2010). Internal capital markets and capital structure: Bank versus internal debt. *European Financial Management*, 16(3), pp. 345-373.

EMBRID IRUJO, J. y SALAS FUMÁS, V. (2005). *El gobierno de los grupos de sociedades*. Madrid: Fundación Alternativas.

FACCIO, M. y O'BRIEN, W. J. (2020). Business groups and employment. *Management Science*. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3616>

FISMAN, R. y KHANNA, T. (2004). Facilitating development: The role of business groups. *World Development*, 32(4), pp. 609-628.

GALVE-GÓRRIZ, C. y SALAS-FUMÁS, V. (1993). Propiedad y resultados de la gran empresa española. *Investigaciones Económicas*, Vol. XVII, 2, pp. 207-238.

GORDON, J. y RINGE, W. (2015). *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford University Press.

GRANOVETTER, M. (1995). Coase revisited: Business groups in the modern economy. *Industrial and Corporate Change*, 4(1), pp. 93-130.

GRANOVETTER, M. (2005). Business groups and social organization. En: N. J. SMELSER y R. SWEDBERG (Eds.), *The Handbook of Economic Sociology*, 2ª ed. (pp. 429-450). Princeton University Press.

GUILLÉN, M. F. (2000). Business groups in emerging economies: A resource-based view. *Academy of Management Journal*, 43(3), pp. 362-380.

HOLMES, R. M., HOSKISSON, R. E., KIM, H., WAN, W. P. y HOLCOMB, T. R. (2018). International strategy and business groups: A review and future research agenda. *Journal of World Business*, 53(2), pp. 134-150.

KHANNA, T. y PALEPU, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), pp. 41-48.

KHANNA, T. y RIVKIN, J. W. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22(1), pp. 45-74.

KHANNA, T. y YAFEH, Y. (2005). Business groups and risk sharing around the world. *Journal of Business*, 78(1), pp. 301-340.

KHANNA, T. y YAFEH, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? *Journal of Economic Literature*, 45, pp. 331-372.

LA PORTA, R., SHLEIFER, A. y LÓPEZ DE SILANES, F. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517.

LECHNER, C. y LEYRONAS, C. (2009). Small-Business group formation as an entrepreneurial development model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(3), pp. 645-667.

LEFF, N. H. (1978). Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: The economic groups. *Economic Development and Cultural Change*, 26(4), pp. 661-675.

LOCOROTONDO, R., DEWAELEHEYS, N. y VAN HULLE, C. (2012). The consequences of business group affiliation: A review of the literature. *Review of Business and Economic Literature*, 57(1), pp. 77-97.

¿Por qué persisten los grupos empresariales en Europa?

LOCOROTONDO, R., DEWAELEHEYS, N. y VAN HULLE, C. (2014). Cash holdings and business group membership. *Journal of Business Research*, 67(3), pp. 316-323.

MORCK, R., WOLFENZON, D. y YEUNG, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), pp. 655-720.

STRACHAN, H. W. (1976). *Family and other business groups in economic development: The case of Nicaragua*. Praeger.

TING, A. (2012). *The taxation of corporate groups under consolidation*. Cambridge University Press.

YIU, D. W., LU, Y., BRUTON, G. D. y HOSKISSON, R. E. (2007). Business groups: An integrated model to focus future research. *Journal of Management Studies*, 44(8), pp. 1551-1579.