

El gobierno de los grupos de sociedades

José Miguel Embid Irujo, Vicente Salas Fumás

Documento de trabajo 64/2005



José Miguel Embid Irujo

Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Valencia, habiéndolo sido con anterioridad en las de Murcia y Jaume I de Castellón. Especialista en Derecho de sociedades, contratos bancarios y de seguros, así como en problemas jurídicos de la integración europea, es autor de numerosas publicaciones entre las que destaca el libro *Introducción al Derecho de los grupos de sociedades* (Granada, Comares, 2003). Ha dirigido, junto con el prof. Ignacio Arroyo, los *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas* (3 vols., Madrid, Tecnos, 2001)

Vicente Salas Fumás

Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza, habiéndolo sido con anterioridad en la Universidad Autónoma de Barcelona. Sus trabajos de investigación se han centrado en el análisis económico de la empresa y las organizaciones, y en el estudio empírico de la empresa española. Autor del libro *El Gobierno de la Empresa* (Barcelona, Fundación La Caixa), en 1992 recibió el Premio Rey Jaime I de Economía.

Ninguna parte ni la totalidad de este documento puede ser reproducida, grabada o transmitida en forma alguna ni por cualquier procedimiento, ya sea electrónico, mecánico, reprográfico, magnético o cualquier otro, sin autorización previa y por escrito de la Fundación Alternativas

© Fundación Alternativas

© José Miguel Embid Irujo, Vicente Salas Fumás

ISBN: 84-96204-64-2

Depósito Legal: M-20787-2005

Contenido

Resumen ejecutivo	5
Introducción	7
1 Economía de los grupos empresariales	9
1.1 Grupos y gobierno corporativo	9
1.2 Modelos de capitalismo	12
1.3 Grupos e impuestos	15
1.4 Grupos y concentración de poder	16
2 La empresa española y su gobierno	18
2.1 Estructura accionarial y naturaleza de los accionistas	19
2.2 Gobierno	20
2.3 Síntesis y valoración	21
3 Derecho de los grupos de sociedades	23
3.1 Concepto, elementos y caracteres de los grupos de sociedades	23
3.2 Regulación jurídica de los grupos de sociedades. Especial referencia a la Unión Europea	26
3.3 Gobierno de la empresa y grupos de sociedades	29
4 Propuesta de autorregulación de los grupos de sociedades en el contexto del gobierno de la empresa: el contrato de grupo	34
4.1 Razón de ser del contrato de grupo	34
4.2 Contenido del contrato de grupo	36
4.3 El contrato de grupo como medida de “buen gobierno”	38
Bibliografía	39

Siglas y acrónimos

BOE	Boletín Oficial del Estado
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Dirce	Directorio Central de Empresas del INE
INE	Instituto Nacional de Estadística
INI	Instituto Nacional de Industria
SEPI	Sociedad Española de Participaciones Industriales
UE	Unión Europea

El gobierno de los grupos de sociedades

José Miguel Embid Irujo

Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad de Valencia

Vicente Salas Fumás

Catedrático de Organización de Empresas. Universidad de Zaragoza

El reparto de los riesgos entre muchos inversores crea una propiedad que, compartida entre numerosos pequeños accionistas, se difumina, a pesar de los derechos políticos formales que posee cada uno de ellos. Surge así el gobierno corporativo, centrado en los mecanismos particulares que han de proteger las aportaciones de los pequeños accionistas alejados de la gestión cotidiana de la sociedad. El derecho de sociedades y el del mercado de valores proporcionan instrumentos para esa protección, pero su alcance es desigual en diferentes entornos institucionales y países, como muestran las comparaciones internacionales.

La problemática del gobierno corporativo varía según las distintas formas de propiedad. Hay que tener en cuenta la existencia de grupos de sociedades, empresas en forma de sociedad de capitales que entrecruzan las participaciones accionariales formando una dirección única sobre múltiples sociedades. El documento analiza los grupos de sociedades, muy comunes en nuestro entorno español y europeo, su razón de ser y el tratamiento que reciben en las iniciativas formales e informales de regulación del gobierno corporativo emprendidas en España, y sugiere posibles líneas de reflexión y acción.

La mejor regla aplicable a los grupos de sociedades es la **transparencia**, tanto en el proceso de constitución del grupo como en su funcionamiento. Hacen falta, además, medidas de tutela de los afectados por el ejercicio de la dirección unificada, incluidas compensaciones económicas por daños o perjuicios, bien a través de la regulación legislativa o de la autorregulación.

En España, a corto plazo, la vía legislativa no parece posible al haberse frustrado la aprobación de la Propuesta de Código de sociedades mercantiles, que regulaba con detalle el grupo. En la UE, se han sucedido los intentos de regulación del grupo, saldados con el fracaso de la frustrada novena directiva. Hoy el “Plan de Acción” de la Unión Europea para el Derecho de sociedades, incluye el propósito de regular el grupo, si bien con me-

nos ambición que antes. A corto plazo, sin embargo, no parece posible que la UE apruebe una regulación sobre los grupos, vinculante para los Estados miembros, por lo cual los grupos no encuentran un espacio jurídico adecuado para el ejercicio de la dirección económica unificada.

En esta situación el presente documento recomienda:

- Una **autorregulación** del grupo, a través de la figura del “**contrato de grupo**”, cuya licitud resulta nítida en el marco del Derecho español. Dicho contrato de grupo ha de expresar a) la legitimidad de la figura y de su interés y b) la tutela de los posibles perjudicados, en su caso, por el ejercicio de la dirección económica unificada.
- Con respecto al **contenido del contrato de grupo**:
 - Es necesario establecer límites al **poder de la dirección en su seno**, como el interés del grupo, y fijar medidas de protección, patrimoniales e informativas, para los socios de las sociedades que lo componen.
 - Parece adecuado, a su vez, fijar pautas concretas de actuación de los **administradores de las sociedades integrantes** del grupo, sobre todo, en cuanto a sus deberes respecto de la sociedad que administran. Se avanza, así, hacia una “cultura corporativa” de los grupos de sociedades, que puede ser de extraordinaria utilidad práctica.
- **El contrato de grupo debería hacerse público**, a través, en concreto, de una escritura pública notarial, y, en su caso, mediante su inscripción en el Registro mercantil; todo ello, por supuesto, sin perjuicio de otros medios de difusión.

Así sería posible dar al grupo una imagen de “seriedad”, que le evite sufrir medidas, sobre todo judiciales, innecesariamente restrictivas de su actividad.

Introducción

La investigación académica sobre el gobierno corporativo ha alcanzado ya la escala internacional. La inicial concentración de estudios referidos a los países anglosajones, principalmente Estados Unidos y el Reino Unido, ha evolucionado paulatinamente para incluir el análisis de la práctica del gobierno en otros países desarrollados, como Japón o Alemania. Las publicaciones, impulsadas por organismos supranacionales como las Naciones Unidas o el Banco Mundial, donde se comparan y se analizan estructuras de propiedad y gobierno de las empresas para muestras amplias de países con desigual desarrollo económico, dominan el panorama académico de los últimos años.

El estudio del gobierno empresarial trata de comprender mejor los modelos institucionales, económicos y políticos que hacen posible la acción conjunta de los recursos financieros y del talento y la capacidad emprendedora de las personas para crear riqueza y bienestar. La investigación comparada ha puesto de manifiesto la diversidad de fórmulas de organización económica y social con las que se pretende conseguir este objetivo en los diferentes países, incluso entre aquellos con un nivel desarrollo económico similar. El recurso a la historia para comprender la relación entre cambios políticos y legislativos y la posterior modificación de los cauces para conseguir que los emprendedores dispongan de fondos financieros para hacer crecer sus proyectos, ha sembrado dudas sobre una relación de causa-efecto que parecía indiscutible hace escasamente diez años: la protección de los derechos de los inversores individuales genera un desarrollo más acentuado de los mercados financieros que a su vez hace crecer la renta y el bienestar.

Estamos lejos de comprender las causas y las consecuencias para el bienestar social de la adopción de un determinado modelo de relación entre capital humano y capital financiero para los fines productivos de una economía. En este marco, el gobierno corporativo se ocupa sobre todo de la arquitectura organizativa y legal que hace posible el fraccionamiento de la financiación de la empresa entre muchos inversores, con el fin de conseguir una mejor asignación y gestión de los riesgos inherentes al progreso tecnológico. El mercado de valores es una pieza clave dentro de esa arquitectura y, por ello, el gobierno corporativo tiende a considerarse de forma restringida como sinónimo de mecanismos que articulan la acción colectiva de los inversores financieros que compran y venden acciones emitidas por las empresas cotizadas.

Por la importancia de los países y por la influencia intelectual de sus investigadores, durante mucho tiempo se ha creído que el problema de la eficiencia del gobierno corpora-

tivo pertenecía al mundo anglosajón, particularmente a Estados Unidos y al Reino Unido. El modelo en estos países se caracteriza por una clara separación entre los papeles de “financiar la empresa” compartiendo riesgos, asumido por los titulares de las acciones, y de “dirigir la empresa”, seleccionando los proyectos que deben financiarse, que recae en personas especializadas en técnicas de gestión. Lo que la investigación comparada ha puesto de manifiesto es que en el mundo este modelo es la excepción y no la regla general. En el resto de países la propiedad accionarial y, por tanto, el poder político que confiere, está concentrada y existen accionistas significativos de control con capacidad de influir en la gestión de la empresa. Entre los accionistas significativos se encuentran otras empresas que a su vez tienen entre su accionariado a personas físicas y jurídicas. Las fronteras jurídicas de las empresas no se corresponden por lo tanto con las fronteras de capacidad de influencia y dirección. Surgen en este entorno los grupos de empresas, conglomerados de empresas cotizadas, es decir sociedades de capitales, conectadas a través de redes complejas de participaciones accionariales significativas.

La Porta *et al.* (1999) muestran que los grupos de empresa, muchas veces bajo la forma de estructuras piramidales, dominan los sectores de grandes empresas cotizadas en todo el mundo. La situación de Estados Unidos y el Reino Unido se contempla como atípica por cuanto se diferencia de la de otros países en dos rasgos principales: la ausencia de accionistas significativos en el accionariado de la sociedad y la inexistencia de grupos de empresas. A partir de esta realidad cabe hacerse dos preguntas, ¿qué factores determinan la existencia o no de bloques accionariales significativos en la financiación de las empresas que acuden a los mercados de valores?, ¿cuál es la lógica económica y la eficiencia social de los grupos de empresas y cual es la regulación jurídica a que deben someterse?

El objetivo de este texto es aportar unos elementos de reflexión sobre el gobierno de los grupos empresariales. Los grupos de empresas son una forma de propiedad empresarial extendida en España y en Europa, como en otros muchos países, que ha recibido poca atención de forma explícita en las recientes iniciativas reguladoras del mercado de valores en nuestro país y en el resto del continente. La exposición se divide en dos grandes apartados, el primero dedicado a la valoración desde una perspectiva económica de los grupos de empresas como forma de control de los recursos productivos, y el segundo dedicado a la regulación jurídica de los grupos con especial atención a las referencias a los mismos en las iniciativas de reforma de gobierno corporativo emprendidas en España en los últimos años.

1. Economía de los grupos empresariales

Si algo hemos aprendido de la investigación económica sobre gobierno corporativo en los últimos años, es la dificultad de demostrar taxativamente que unas formas de propiedad y gobierno de las empresas son universalmente superiores a otras en cuanto a su capacidad para crear riqueza y aprovechar el potencial de recursos humanos de una sociedad. Es indudable que el peso económico de Estados Unidos y del Reino Unido los convierte en referencia inexcusable para cualquier análisis comparado y si en estos países los grupos de empresas son la excepción cuando en otros son la generalidad, surge la sospecha de que los grupos de empresas pueden tener connotaciones negativas para progresar hacia sociedades más innovadoras y con mayor capacidad de crear riqueza. Pero no es menos cierto que Japón, Alemania, Suecia, entre otros, son países con un alto nivel de desarrollo y elevada renta per cápita donde el protagonismo de los grupos de empresas es elevado. Esta realidad debe ponernos en guardia sobre la dificultad de establecer valoraciones definitivas sobre la “bondad” o la “maldad” de los grupos de empresas como forma de control de los recursos productivos. La exposición posterior resume argumentos de debate y de reflexión como paso previo a una posible recomendación para la regulación jurídica de los grupos.

1.1 Grupos y gobierno corporativo

La sociedad desarrolla su potencial de creación de riqueza a través de la especialización de las personas y la consiguiente organización jurídica que da seguridad al intercambio que inevitablemente surge como causa y consecuencia de dicha especialización. La economía apela a la solución institucional del Mercado como fórmula genérica de organizar esos intercambios, pero la explicación es insuficiente pues en el Mercado conviven formas de organización donde el intercambio no responde a la señal pura del precio y al automatismo del *quid pro quo*. La empresa, como persona jurídica que permite al empresario guiar la actividad económica a través de planes y órdenes en un marco de relaciones repetidas entre quienes se vinculan al nexo común, se postula como fórmula alternativa al intercambio anónimo y automático del mercado.

La investigación económica, bajo el paraguas de la economía de los costes de transacción, ha indagado sobre los factores que influyen en la elección del mercado o de la empresa

para ordenar la producción y el intercambio dentro del marco institucional de propiedad privada y libertad de contratación. La división del trabajo no necesariamente se detiene dentro de la empresa. Lo que cambia es la forma de gobernar las transacciones en comparación con los métodos del mercado que operan en las relaciones entre empresas. La frontera de la empresa, como límite a la autoridad del empresario para dirigir la asignación de recursos coordinando y motivando a quienes participan en ella formando parte del nexo común, se determina por razones de eficiencia económica. Desde este paradigma, el crecimiento de las empresas puede producirse incluso en entornos institucionales donde existe un nivel de seguridad jurídica elevado para los intercambios que puedan producirse entre empresas o entre estas y los trabajadores y los inversores financieros.

Muchos investigadores han visto el origen de los grupos empresariales en la debilidad de las instituciones jurídicas para dar seguridad a quienes intercambian en los mercados. En países poco desarrollados, los mercados funcionan de forma ineficiente y el control sobre los recursos productivos debe articularse de tal forma que se mantenga la seguridad en los intercambios. Con este fin las relaciones económicas se desarrollan entre grupos de personas donde es posible una confianza personalizada como la que surge entre quienes mantienen una relación de parentesco, quienes forman parte de una misma etnia o de un mismo grupo social. La protección que no consigue dar el derecho y los contratos entre personas anónimas, se busca a través de los vínculos de la confianza mutua que surge entre parientes o entre personas que comparten una cultura de fuerte presión social. Bajo esta premisa, aunque las relaciones de autoridad y de control jerárquico sobre los recursos productivos podrían ser otras muy diferentes con una mayor protección jurídica de los intercambios, la jerarquía que se despliega sobre la economía a través de los grupos empresariales puede ser inevitable para conseguir aglomerar los recursos que requieren los proyectos de envergadura. La pregunta que en todo caso puede hacerse es si debe ser el Estado o ciertos grupos de la oligarquía dominante, si es que ambos se pueden separar, quienes ocupen el ápice de la jerarquía.

En Estados Unidos se encuentran las mayores empresas del mundo, pero no existen grupos de empresas en el sentido de que no hay participaciones accionariales cruzadas permanentes ni estructuras piramidales. Desde el punto de vista del gobierno corporativo, la existencia de los grupos empresariales no puede plantearse en los términos de existencia de grandes concentraciones de recursos bajo la propiedad de una forma jurídica que reconocemos como empresa. Es evidente que estas grandes empresas han surgido gracias a la seguridad jurídica que proporciona un determinado desarrollo institucional, pero también gracias a que paralelamente han aparecido instituciones que han potenciado una confianza impersonal y anónima como complemento a la seguridad de los contratos explícitos. Esta claro pues que es posible un desarrollo paralelo de los mercados y de las empresas, siendo más apropiado hablar de complementariedad institucional entre ambos que de competencia y sustitución.

Al objeto de compatibilizar la acumulación de recursos bajo una misma forma jurídica con una diversificación de los riesgos que mantenga bajo límites el coste de la financia-

ción, el modelo anglosajón reparte la financiación de los activos entre muchos y pequeños accionistas cada uno de los cuales, a su vez, distribuye el patrimonio entre múltiples inversiones de riesgo desigual. La empresa consigue de este modo que los riesgos de sus inversiones se compartan entre muchos inversores y estos diversifican su patrimonio personal de manera que la exposición al riesgo individual es relativamente baja incluso cuando los riesgos colectivos son elevados. Sin embargo, esta asignación eficiente de riesgos tiene como consecuencia una pérdida de capacidad de influencia de cada inversor individual en el control de la actividad de las empresas y de quienes deciden sobre el destino final de los recursos financieros recibidos.

Las instituciones de gobierno tienen el reto de dar salida al importante problema de acción colectiva que supone conseguir que un número ingente de pequeños accionistas controle el uso del capital para que les reporte una rentabilidad razonable. Para ello será necesario combinar: a) regulación, como la que obliga a dar información puntual y veraz a los inversores, b) mercado, con la presión de la competencia y el control sobre la eficiente asignación de los recursos, y c) asignación en órganos distintos de las etapas de control y gestión que configuran el proceso de toma de decisiones, como sería por ejemplo el control en manos del consejo de administración y la gestión en manos del equipo directivo. El balance final de este modelo tiene claroscuros, pero algunos de sus éxitos son indiscutibles.

La singularidad de los grupos de empresas no consiste en facilitar la acumulación de capital alrededor de proyectos empresariales, sino en la superposición de personas jurídicas para gobernar transacciones, a través de procesos más o menos transparentes de interposición de participaciones accionariales cruzadas. Cuando las empresas que se superponen cotizan en bolsa, entonces lo que hace el grupo es combinar los accionistas significativos con la participación accionarial de minoritarios. Sin la presencia efectiva de accionistas minoritarios junto al control que directa o indirectamente ejerce el accionista dominante, el grupo da lugar a una estructura de control similar a la de una única empresa donde las unidades de gestión son departamentos especializados, divisiones, sin personalidad jurídica propia. El hecho diferencial del grupo es el potencial conflicto de interés que puede surgir entre el accionista de control y los accionistas minoritarios y entre accionistas minoritarios de las distintas empresas superpuestas. Los grupos que integran empresas cotizadas 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.

Con los grupos surge la figura del accionista de control capaz de influir directamente en la gestión de la empresa, incluido el nombramiento del equipo de dirección. Surgen entonces el llamado capitalismo de familias, el capitalismo de bancos y el capitalismo de Estado, atendiendo a la identidad del accionista significativo, si bien en muchos países se mezclan al convivir empresas cuyo principal accionista es una familia, un banco o el Estado. Conocer los previsibles intereses de cada grupo es un primer paso para identificar potenciales beneficios y costes de la agrupación.

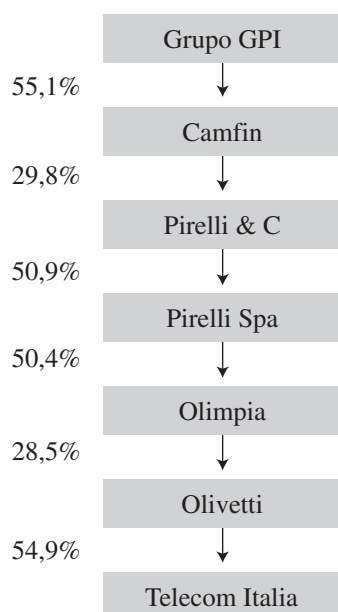
1.2 Modelos de capitalismo

El **capitalismo de familias** entrega el poder de las grandes empresas a personas unidas por relaciones de parentesco, que a veces llegan a la condición de accionistas gracias a la institución de la herencia y no por méritos propios. En principio, la empresa con un accionista significativo, que puede ser el fundador de la misma, parece tener ventajas sobre la empresa con accionistas anónimos y dispersos porque el accionista de control arriesga una parte sustancial de su riqueza en el negocio, si este representa una elevada inversión en relación con su patrimonio personal. Por tanto, es de esperar que oriente su poder de decisión a hacer máximo el beneficio lo cual debe favorecer a los accionistas minoritarios. Al fin y al cabo, cuando no existe un dueño, el equipo de dirección tendrá más facilidades para conseguir sus propios objetivos y la gestión se apartará de la maximización del beneficio. Por otra parte, la familia de control, en cuanto accionista visible, está en condiciones de generar confianza personal entre los inversores al acumular una valiosa reputación. Finalmente, en la primera generación al menos, la empresa familiar se beneficia del talento singular del empresario fundador.

Sin embargo, el control de una gran empresa por una familia hipoteca la diversificación eficiente de riesgos si la riqueza de la familia es limitada y para conseguir el control es preciso invertir buena parte de esa riqueza en un paquete significativo de acciones. Si la persona del empresario fundador tiene valor económico para la empresa por su capacidad de generar confianza, tanto por la aportación de conocimientos y destrezas singulares como por su reputación, será deseable retenerlo en la misma, pero sin necesidad de convertirlo en accionista significativo. Esto es lo que parece conseguir el capitalismo gerencial de Estados Unidos o del Reino Unido, en cuyas empresas familiares los miembros de la familia que las dirigen lo hacen con paquetes relativamente pequeños de acciones.

Pero en otros países no ocurre así y los mecanismos de control de grandes cantidades de recursos productivos por parte de las familias pasan por fórmulas que dan lugar, entre otros, a grupos de empresas con estructura piramidal. Esto es crear sociedades interpuestas reservándose el control absoluto de la sociedad que ocupa el ápice de la jerarquía. El gráfico de la página siguiente muestra un ejemplo de pirámide a través de la cual el grupo italiano GPI controla la empresa Telecom Italia utilizando una cadena de cinco sociedades interpuestas, una de ellas tan importante como Olivetti. El último propietario, GPI, controla los activos de Telecom Italia, pero sus derechos sobre los flujos de caja de la empresa se reducen al 6,6 por mil (el producto de los diferentes porcentajes accionariales en la cadena $0,551 \times 0,298 \times \dots \times 0,5498$). El 99,44% de la propiedad de Telecom Italia se reparte directa o indirectamente entre accionistas minoritarios a través de una cadena de sociedades matrices y filiales. Sin embargo, está controlada por la empresa GPI que ocupa la cabecera de la pirámide. Con una capacidad de control similar en todos los casos, la cabeza de la pirámide aumenta los derechos sobre flujos de caja a medida que se asciende en la jerarquía. Por tanto, está en el interés de la familia que controla los activos de las empresas en los esca-

Ejemplo de pirámide



Fuente: El País 13/03/03.

lones más bajos, aprovechar esos derechos para transferir activos desde estas empresas hacia empresas situadas más arriba en la pirámide. El “tuneleo” (*tunneling*), como se le conoce a esta práctica, ha sido documentado en muchos estudios académicos con referencias a muchos países desarrollados y menos desarrollados.

Las pirámides crean una brecha entre propiedad (derechos sobre los activos y flujos de caja de la sociedad) y control (derechos de decisión sobre el uso de los activos), similar a la que se produce en la empresa con propiedad accionarial dispersa y 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 toma 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 el control permita alcanzar sustanciosos beneficios privados, con la peculiaridad de que tales beneficios es previsible que se concentren en las empresas de la parte baja de la pirámide, porque es ahí donde tales beneficios son financiados en mayor proporción por los accionistas minoritarios.

Las familias y los particulares pueden depositar sus ahorros en bancos que actúan de intermediarios financieros en el proceso de acumulación de capital, proporcionando fondos con

los que financiar inversiones productivas tangibles e intangibles. Los bancos controlan el buen uso final de los fondos que reciben de los ahorradores y esta función de supervisores delegados, para mantener los adecuados incentivos a la eficiencia, debería ejercitarse entregando los fondos a los inversores en forma de contrato de deuda. Pero en muchos países, entre ellos algunos tan importantes como Alemania y Japón y por supuesto España, los bancos toman participaciones estables en el capital de las empresas convirtiéndose en accionistas significativos. Puesto que el banco es en si mismo una empresa y puede a su vez estar participado por otras empresas, el resultado final es un grupo de empresas donde el banco tiene una posición de dominio, derivada de su capacidad de estrangular el crecimiento del resto de empresas dependientes negándoles la financiación. Surge así el **capitalismo de los bancos**.

La efectividad del modelo está avalada por la riqueza acumulada desde la Segunda Guerra Mundial por países a los que se ha asociado con el capitalismo bancario, como Japón, Alemania o Corea. En principio, en su actividad de proporcionar liquidez y medios de pagos, los bancos acumulan una gran cantidad de información específica sobre las empresas, lo cual les otorga ciertas ventajas para ejercer el control. Con la participación en el capital de las empresas que financian, los bancos tienden a favorecer en mayor medida la maximización del beneficio de la empresa comparado con una situación en la que solo existe financiación a través de deuda, pues en este caso tienden a mostrarse excesivamente pendientes de minimizar los riesgos de quiebra. Sin embargo, si el banco se equivoca en su función de control del capital o quienes deciden en su nombre obtienen beneficios privados a costa de actuaciones que al conocerse destruyen buena parte de la confianza en el sistema, las consecuencias negativas para el conjunto de la sociedad pueden ser muy importantes.

Los ejemplos de un ejercicio equivocado o interesado del gobierno corporativo de los bancos sobre sociedades en las que tienen una fuerte capacidad de control, resultado de un déficit de buen gobierno propio, son abundantes, entre ellos el reciente caso de Parmalat. Si a estos ejemplos se añade el estancamiento económico que soportan Alemania y Japón en los últimos años, entenderemos por qué al capitalismo bancario y a los grupos empresariales vertebrados alrededor de bancos se les ha retirado la carta blanca que se les otorgó hace veinte años, en pleno auge de las economías japonesa y alemana.

A través del pago de impuestos los ciudadanos pueden entregar una parte de su ahorro al Estado para que este lo canalice a su vez hacia la inversión productiva. La participación directa del Estado en la producción de bienes y servicios a través de empresas de su propiedad es recurrente en muchos países. En algunos casos tiene lugar mediante grupos empresariales, holdings de sociedades, entre las que nuestro INI o la actual SEPI, serían ejemplos cercanos. Pero también se incluye en este apartado la canalización de fondos a las empresas en forma de subvenciones y ayudas más o menos encubiertas, bajo el pretexto de políticas industriales activas o programas de inversión pública en empresas de defensa y armamento militar. El **capitalismo de Estado** ha entrado en retroceso en los

últimos años en muchos países, a consecuencia de los amplios programas de privatización de empresas públicas y del desmantelamiento de los grupos empresariales públicos. Sin embargo, la tutela del Estado no siempre desaparece, como lo demuestra el recurso a las acciones de oro o la intervención activa en la fijación de precios de bienes y servicios en las empresas privatizadas.

En el capitalismo de Estado son los empleados públicos quienes supervisan la función de los directores de las empresas, y de su honestidad y oficio depende que dicha labor de supervisión termine dando beneficios colectivos. Sin embargo, los riesgos de abuso de poder o de captura de los empleados y órganos reguladores por los regulados y supervisados no debe menospreciarse.

El capitalismo de equipos directivos, de familias, de bancos o de Estado funciona en tanto en cuanto los inversores particulares otorgan su confianza a los mercados financieros, a las familias, a los bancos o a los funcionarios públicos. Cuando la desconfianza hacia todos y cada uno de ellos es general, entonces la financiación de la acumulación de capital se limita a lo que puede financiarse con los recursos que cada uno puede a su vez acumular. Por ejemplo, las empresas pasan a depender exclusivamente de los beneficios retenidos para financiar su crecimiento a través de nuevas inversiones. El proceso de acumulación de capital se retrasa y transcurre por sendas poco eficientes, siendo especialmente importante el déficit de financiación a que se enfrentan los nuevos emprendedores con riqueza personal limitada.

1.3 Grupos e impuestos

Los grupos empresariales, al igual que ocurre con las empresas multinacionales, están formados por un número con frecuencia elevado de sociedades jurídicamente independientes, cada una de las cuales, en la mayoría de los países, presenta declaraciones fiscales separadas para el cómputo de sus impuestos sobre beneficios. También es habitual que la presentación de estados consolidados solo se permita cuando la empresa matriz controla de forma significativa a la subsidiaria.

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 transparencia 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 pierden beneficios fiscales como consecuencia de estas transferencias intragrupo las contemplarán como problemas de gobierno, pero es de esperar que las autoridades tributarias las pongan bajo sospecha. Pero no debe olvidarse que la estructura de los grupos es con frecuencia compleja, generando una opacidad difícil de desentrañar no solo para los accionistas sino también para los inspectores fiscales.

La investigación académica se ha ocupado de determinar la relevancia de los precios de transferencia y otras formas de desplazar rentas entre empresas multinacionales. Mucho menos se conoce sobre tales prácticas en grupos de empresas domésticos. El tratamiento fiscal de los grupos tiene su importancia ya que en Estados Unidos los dividendos que unas empresas del grupo reciben de otras no están totalmente exentos del pago de impuestos, como ocurre en la práctica totalidad del resto de países. La doble imposición sobre los dividendos entre sociedades del mismo grupo es una de las medidas que explícitamente tomó la Administración Roosevelt en los años 30 para convertir en inviables a los grupos empresariales, en un momento en que se les atribuían serios problemas de gobierno corporativo, facilidades para la evasión fiscal, prácticas contra la competencia y excesiva concentración de poder (Morck, 2004). Aunque la Administración Bush se ha planteado en algún momento eliminar esta doble imposición, sigue vigente y se contempla como una forma de reducir los beneficios privados de esta forma de control y con ello frenar su expansión en el tejido económico.

En la Unión Europea la Directiva sobre Matrices y filiales explícitamente prohíbe a los estados miembros la doble imposición de dividendos en los grupos de empresas, aunque hay que tener en cuenta que hasta hace poco no ha existido un Estatuto de empresa europea capaz de permitir realizar actividades económicas en cualquier país de la Unión sin tener que constituir una sociedad nacional en dicho país. La expansión de empresas de países miembros en otros países comunitarios ha debido ajustarse a reglas parecidas a las que se ven obligadas a seguir las empresas multinacionales provenientes de países no miembros. Con la sociedad europea se abren nuevas formas de organización y otras alternativas para la tributación de dividendos intragrupo.

1.4 Grupos y concentración de poder

Los grupos empresariales crean estructuras de control que permiten concentrar poder de decisión con una limitada fracción de propiedad. Sin el grupo la concentración de propiedad debería tender a igualarse a la de poder, lo que en muchos casos no sería viable por la elevada inversión financiera que habría que realizar y el riesgo que habría que asumir. Además, se conseguiría que la ubicación del poder fuese transparente y se podrían calibrar mejor las consecuencias del mismo en aspectos como el poder de mercado o la influencia social.

Los grupos obligan a una pormenorizada evaluación de las concentraciones empresariales más allá de las fusiones y adquisiciones de empresas pues el perímetro del poder de decisión no se corresponde con el perímetro jurídico de cada sociedad individualmente considerada. Las participaciones accionariales cruzadas entre empresas competidoras en un mercado constituye una vía abierta para la colusión explícita, como también ocurre cuando las empresas comparten un accionista común. Cuando el perímetro del grupo se extiende a empresas situadas en distintas etapas de la cadena de valor, entonces la concertación de decisiones puede actuar como barrera a la entrada de competidores en cada una de ellas, pues se les puede bloquear el acceso a un recurso complementario crítico para la actividad que tienen previsto realizar o se les obliga a entrar como empresa verticalmente integrada. Lo relevante en estos casos es comprender que, a efectos de colusión o de crear barreras a la entrada, lo que importa es la unidad de dirección que hace posible la estructura de grupo, no el perímetro jurídico de las empresas individualmente consideradas.

El poder de mercado que puede acumularse al combinar derechos de propiedad y derechos de control mediante grupos de empresas ha sido solo una de las preocupaciones que han guiado las políticas públicas en países, como Estados Unidos y el Reino Unido, donde se han tomado medidas para frenar la expansión de estos grupos. La Administración Roosevelt, que desmanteló los grupos en Estados Unidos, desconfiaba también del poder político que podía derivarse de la acumulación de poder económico creando pirámides u otras formas de control. Un sencillo ejemplo ilustra esta capacidad de concentrar recursos con una inversión limitada

Supóngase una pirámide con siete niveles, incluida la empresa cabecera, donde cada empresa tiene los mismos activos totales y en cada nivel, excepto el más bajo, una empresa controla el 51% del capital de dos empresas. Se comprueba que la empresa cabecera controla activos por valor de aproximadamente 20 euros por cada euro que invierte, es decir la capacidad de apalancamiento que proporciona el grupo es muy sustancial.

2. La empresa española y su gobierno

Según el directorio de empresas del INE, Dirce, en España existen actualmente algo menos de tres millones de empresas, de las cuales algo más de la mitad, el 52,6 %, no tiene asalariados, es decir pertenece a la categoría que llamamos autónomos. De las empresas con asalariados, la proporción más alta, 55,8 %, emplea a uno o dos trabajadores y más del 86 % de las empresas con asalariados emplea a menos de 10 trabajadores. La proporción de empresas con 50 o más asalariados no alcanza el 2% del total.

Cuando distribuimos la actividad en función del tamaño de las empresas, las evidencias confirman de nuevo la importancia de las empresas pequeñas y medianas en la economía española. En efecto, más de la mitad del empleo asalariado está trabajando en empresas con una dimensión inferior a 50 trabajadores. El número medio de trabajadores de las empresas con asalariados es inferior a diez, mientras que la mediana de la distribución de tamaños es una empresa con menos de dos asalariados. Cuando tenemos en cuenta las empresas con y sin asalariados, el tamaño medio desciende a poco más de 4 trabajadores, lo que contrasta con el tamaño medio próximo a los 10 trabajadores de las empresas en los países del Norte de Europa (Rajan y Zingales, 2003). El tamaño de las empresas españolas es relativamente pequeño, similar al que se observa en otros países del Sur de Europa, y menos de la mitad del tamaño medio en países como Alemania, Suecia y Reino Unido.

Del total de empresas recogidas en el Dirce, el 61,5% tienen la forma jurídica de Personas Físicas. Le sigue en importancia la Sociedad de Responsabilidad Limitada, con el 26,4% del total, y las Sociedades Anónimas a mucha más distancia, con el 4,7%. La forma jurídica de Sociedad se tiende a concentrar sobre todo en las empresas de mayor dimensión, por lo que la proporción de actividad económica que se desarrolla bajo esta forma jurídica es muy superior a la que representa el número de empresas sobre el total. Sin embargo, aproximadamente la mitad del empleo está concentrado en empresas que no adoptan la forma jurídica de Sociedad Anónima y, por lo tanto, la mitad de la actividad económica se gobierna bajo otras formas jurídicas.

Entre las sociedades anónimas, una mínima parte, alrededor de 1.900, cotizan en la Bolsa española, de las cuales casi la mitad son sociedades de inversión y financieras. La cifra se ha multiplicado por tres desde 1995, en la misma proporción que la capitalización bursátil de las empresas cotizadas con relación al PIB. Sin embargo, además del fuerte aumento en el número de sociedades de inversión mobiliaria y financiera, sobre todo a par-

tir de 1996, para valorar estas cifras hay que tener en cuenta que en el mercado continuo solo cotizan 155 sociedades y que la capitalización del IBEX 35 representa, ella sola, cerca del 65% de toda la capitalización bursátil. Muchas de las empresas del IBEX son filiales de otras sociedades que también cotizan (por ejemplo, Telefónica Móviles y Telefónica) lo cual significa una doble contabilidad del valor bursátil, pues las acciones de la filial en manos de la matriz forman parte del valor total de esta última. Por otra parte, diez empresas concentran regularmente el 80 % del total de títulos contratados cada día, la mayor parte antiguos monopolios públicos y empresas reguladas como los bancos. A pesar de todo, la bolsa española incorpora de forma gradual empresas no financieras que deciden cotizar en el mercado de valores, con una importancia destacada en sus respectivos sectores como Telepizza, A. Domínguez, Inditex, Zeltia, Sogecable, ACS, Ferrovial, entre muchas otras.

2.1 Estructura accionarial y naturaleza de los accionistas

La estructura accionarial dominante entre las empresas españolas que cotizan en bolsa pone de manifiesto una elevada concentración de poder: en una muestra de casi 200 empresas, el primer accionista controla en promedio el 35 por ciento de los votos contando con las participaciones accionariales directas e indirectas que posee. El porcentaje ha descendido a lo largo de la última década, debido sobre todo al fraccionamiento de la propiedad accionarial entre un elevado número de pequeños inversores, al producirse la privatización de los antiguos monopolios públicos. La concentración del poder de voto en las empresas españolas cotizadas es mayor que en las empresas de los países anglosajones como Reino Unido y Estados Unidos, pero menor que la observada en las empresas de otros países de la Europa continental y mediterránea (Crespí y García Cestona, 2001).

Los principales titulares de las acciones de las empresas cotizadas españolas son otras empresas no financieras, nacionales y extranjeras, seguidas por los individuos y familias y las entidades financieras, bancos y cajas (Crespí y García Cestona, 2001; Galve y Salas, 2004). Por lo tanto, la propiedad está marcada por las participaciones accionariales cruzadas entre empresas, característica dominante de los llamados sistemas de control interno donde el control sobre los activos productivos se ejerce sobre todo a través del poder político que confiere la concentración de votos en accionistas significativos. Los grupos de empresas, en el sentido utilizado en este texto, predominan en los sectores de energía y telecomunicaciones y, en los más importantes, participa un banco o una caja de ahorros. Desconocemos, sin embargo, la existencia de estudios recientes donde se haya puesto de manifiesto el uso generalizado de estructuras piramidales para apalancar más el control, o donde se demuestre la instrumentación de los grupos empresariales para optimizar la tributación sobre beneficios.

2.2 Gobierno

El estado actual del gobierno corporativo en España está delimitado por el Código Olivencia de 1998, la Ley Financiera de 2002, el informe Aldama y la Ley de Transparencia de 2003, reformada a través de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado de ese mismo año. La Ley Financiera aporta sobre todo al gobierno corporativo la regulación de las comisiones de auditoría, dentro de los consejos de administración de las sociedades que emiten valores cotizados en mercados organizados, y la regulación de las relaciones entre los auditores externos y las empresas auditadas (principalmente para tratar de evitar conflictos de intereses).

La Ley de Transparencia corresponde a la Ley 26/2003 de 17 de julio por la que se modifican la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre. Como se indica en la exposición de motivos, la Ley de Transparencia surge como continuación de las propuestas de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y Sociedades Cotizadas, la llamada Comisión Aldama. Esta comisión hace suyos los principios de auto regulación, que ya están presentes en el documento que emite en su momento la Comisión Olivencia, pero con algunas diferencias notables. La Comisión Aldama manifiesta de forma contundente que la auto regulación solo es posible si los mercados funcionan adecuadamente pero para que esto ocurra es preciso, a su vez, que el mercado reciba información relevante, correcta, en tiempo útil y sin privilegios para unos inversores con respecto a otros. La Comisión Olivencia, al optar por un “código blando” a la hora de establecer las obligaciones de transparencia de las empresas cotizadas, dejó a estas libertad para determinar el alcance último del cumplimiento de tales obligaciones. Años más tarde, y después de la triste experiencia de las “puntocom” y empresas afines, la Comisión Aldama va más allá y recomienda que las obligaciones de transparencia estén dictadas por una norma legal. El Gobierno hace suya esta recomendación y promulga la Ley de Transparencia, de manera que a partir de la misma el incumplimiento de las obligaciones de publicidad informativa estarán sujetas al régimen sancionador previsto en la Ley del Mercado de Valores.

La Ley de Transparencia define con mayor precisión que en el pasado los deberes de los administradores, y las normas que obligan a las empresas que emiten títulos cotizados en los mercados de valores, a dotarse de determinados mecanismos en materia de gobierno corporativo, como los reglamentos de funcionamiento del consejo de administración y de la junta general.

Entre las exigencias de información y transparencia que contempla la Ley, destaca la obligación de las empresas que emiten títulos en los mercados de valores, de publicar un informe anual de gobierno corporativo cuyo contenido mínimo debe ajustarse a los siguientes epígrafes:

- Estructura de la administración de la sociedad, en la que se incluyen la composición, reglas de organización y funcionamiento del consejo de administración y sus comisiones; identidad y remuneración de los administradores, funciones y cargos dentro de la sociedad; relaciones con accionistas con participaciones significativas, indicando la existencia de consejeros cruzados o vinculados; procedimientos de selección, remoción o reelección de administradores.
- Operaciones vinculadas de la sociedad con accionistas, administradores, cargos directivos y otras empresas del grupo.
- Sistemas de control de riesgos.
- Funcionamiento de la junta general de accionistas con información del desarrollo de sus reuniones.
- Estructura de propiedad de la sociedad e información acerca de los accionistas con participaciones significativas; participaciones accionariales del consejo de administración; existencia de pactos parasociales comunicados a la sociedad y a la CNMV; autocartera de la sociedad y variaciones significativas.
- Grado de seguimiento de recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, explicaciones de su falta de seguimiento.

La Ley de Transparencia incorpora estas obligaciones de publicidad sobre gobierno corporativo modificando el Art. 116 de la Ley del Mercado de Valores que afecta a las empresas que emiten títulos en los mercados organizados. La Ley modifica también varios artículos de la Ley de Sociedades Anónimas que afectan a todas las empresas que adoptan esta forma jurídica, independientemente de que coticen en bolsa o no. Estas modificaciones incluyen iniciativas para facilitar a los accionistas el ejercicio de los derechos políticos, aprovechando las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías de la información; otras que recogen expresamente los derechos de información de los accionistas, los deberes de los administradores y la nueva responsabilidad de estos frente a accionistas y acreedores de la empresa.

2.3 Síntesis y valoración

La lectura del documento emitido por la Comisión Olivencia, incluidas las recomendaciones que constituyen el código de buen gobierno propiamente dicho, permite comprobar que la mayor parte de los contenidos de la Ley de Transparencia ya estaban recogidos en dicho documento. Esto significa que las empresas que suscriben el Código Olivencia adquieren el compromiso de informar y ser transparentes con un alcance e intensidad si-

milares a los que ahora les obliga la Ley de Transparencia. Si el Informe Aldama recomienda convertir en norma legal las obligaciones de transparencia y la Ley posterior sigue bastante fielmente esta recomendación, será porque las empresas, aunque suscriben el código, no cumplen con el espíritu y con la letra del compromiso con la transparencia que adquieren al adherirse al mismo. La Ley sería la respuesta necesaria ante un “código blando” que se ha mostrado insuficiente para conseguir el adecuado nivel de transparencia capaz de dar seguridad a los pequeños inversores que financian a las empresas y que se ven afectados por los problemas de acción colectiva a que aludimos al comienzo de este artículo.

La pregunta que debemos hacernos es si la información que las empresas deben publicar en su informe anual de gobierno corporativo, o en los hechos relevantes que comunican a la CNMV y cuelgan en su página web, es la necesaria y la suficiente para los objetivos de autorregulación eficiente que se persiguen. La Ley interpreta bastante bien la naturaleza y el origen de los problemas de gobierno corporativo propios de la estructura de propiedad y prácticas de gobierno dominante en nuestro país, donde en la mayoría de los casos el conflicto de intereses ocurre entre accionistas de control y accionistas minoritarios que suscriben el capital flotante o no controlado. En nuestras empresas cotizadas predominan los accionistas significativos, las participaciones accionariales cruzadas, los pactos para-sociales, propios de una estructura accionarial relativamente concentrada, que dista mucho del paradigma de agencia con un equipo directivo que controla la gestión de la empresa a gran distancia de cualquier influencia de unos accionistas pequeños y numerosos. En España, como en otros países de su entorno, proliferan los accionistas significativos de control con gran capacidad de influencia sobre los equipos de dirección cuando no coinciden. La excepción puede darse en los antiguos monopolios públicos privatizados, donde el capital flotante es relativamente más importante pero, a cambio, la intervención reguladora y de otro tipo (acciones de oro) de las autoridades públicas juega todavía un papel importante. Bajo estas condiciones de propiedad y control, lo importante es conseguir la protección de los accionistas minoritarios y la Ley acierta al insistir en la transparencia que permite a estos accionistas conocer donde reside realmente el poder último de decisión sobre los activos de la empresa, así como conocer las condiciones bajo las que transcurren las transacciones entre la sociedad y sus accionistas de control.

La Ley de Transparencia aborda cuestiones importantes del gobierno corporativo en España como son las exigencias de transparencia y los deberes de responsabilidad de los administradores. Sin embargo, queda pendiente la regulación de los grupos de empresas. El hecho de que la propiedad de las empresas cotizadas españolas esté dominada por los grupos de empresas y las participaciones accionariales cruzadas, obliga a considerar, desde una perspectiva jurídica del gobierno de la empresa, la realidad de los grupos (más comúnmente denominados “grupos de sociedades”) y los problemas planteados por ellos al Derecho, tanto dentro como fuera de nuestras fronteras. El siguiente apartado analiza este tema con el propósito de elaborar una propuesta de regulación.

3. Derecho de los Grupos de Sociedades

El fenómeno de los grupos de sociedades trasciende ampliamente el campo de las sociedades cotizadas y aparece vinculado a la realidad empresarial en sí misma, con independencia, incluso, de quiénes sean los sujetos jurídicos integrados en ellos. Es normal, no obstante, y de ahí la terminología empleada, que se trate de sociedades mercantiles y, dentro de éstas, las de carácter capitalista, sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. Pero es posible, y así se confirma en la realidad, que formen parte de verdaderos grupos, entidades jurídicamente ajenas, en principio, al Derecho mercantil, como fundaciones, asociaciones y otras formas de sociedades, como las cooperativas, sociedades civiles, etc. Esta circunstancia complica de manera notable la consecución de un régimen jurídico adecuado para las singulares formas de empresa que constituyen los grupos, ya que, según los casos, obliga a tener en cuenta las peculiaridades de las estructuras jurídicas integradas en ellos. Con todo, parece posible alcanzar unos criterios básicos, teniendo en cuenta, por lo demás, la ya advertida preponderancia de las sociedades mercantiles de capital en la organización de los grupos de sociedades más relevantes en el tráfico empresarial.

3.1 Concepto, elementos y caracteres de los grupos de sociedades

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 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. 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: no hay, en tal sentido, “acreedores del grupo”, por poner un ejemplo característico, sino concretos acreedores 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.

A) 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 señala, a nuestro juicio, una perspectiva básica a la hora de 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. En el primer caso, 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 adquisi-

ción 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, 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.

B) 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 de organización 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, con cierta ligereza, en los grupos jerárquicos, 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 lícito 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 inevitable. En numerosas ocasiones, y de forma sintomática en los grupos jerárquicos, coincide 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 su-

pondría 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 respeto al interés del grupo, que constituye, con los matices debidos a la modalidad de que se trate, la razón de ser de su existencia. 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; para que dichas instrucciones, además, permitan la realización del interés del grupo hace falta que sean consideradas vinculantes, esto es de obligada obediencia 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 objeta nada a su licitud si esta última recibe una compensación adecuada que sirva de contrapartida al daño experimentado.

La situación puede plantearse aproximadamente como sigue. Supóngase un grupo con dos sociedades, A y B. Si las decisiones de A o de B por separado, para llegar a soluciones de asignación de recursos que hacen máximo el valor conjunto de sus activos, dependen de las decisiones que toma la otra empresa, entonces existen razones económicas para la coordinación explícita de las decisiones individuales. Es decir, cuando $\text{Max } V(A,B) > \text{Max } V(A) + \text{Max } V(B)$, donde $V()$ representa el valor económico de los activos en cada combinación, la coordinación de decisiones mejora el valor de los activos conjuntos. Si A y B se fusionan y forman una sola unidad jurídica, los accionistas de la misma capitalizarán esa ganancia derivada de la explotación conjunta y coordinada de los activos. Sin embargo, es posible recurrir a otras fórmulas que posibiliten esa coordinación, distintas a la fusión en una sola entidad jurídica, por ejemplo con intercambios accionariales, con intercambio de consejeros o con un accionista de referencia común. Las ganancias de la coordinación repercutirán en los accionistas de las dos sociedades independientes, pero puede ocurrir que la repercusión sea diferente para unos que para otros. Incluso es posible que, a pesar de que la coordinación cree riqueza neta para el conjunto, una de las sociedades gane y otra pierda. Es decir, si * representa valor óptimo en la solución coordinada, resulta que $V(A^*,B^*) > \text{Max } V(A) + \text{Max } V(B)$, pero $\text{Max } V(B) > V(B^*)$. En ese caso para que los accionistas de B no salgan perjudicados el grupo debe tener previsto algún mecanismo de compensación que les devuelva, al menos, al nivel de riqueza que podrían alcanzar actuando como empresa independiente.

3.2 Regulación de los grupos de sociedades. Especial referencia a la Unión Europea

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 es-

casez de países que disponen de un régimen jurídico suficiente y adecuado para 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). 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 vigente. 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 sus bases fundamentales. De ello es buena prueba, el reciente Informe Winter (noviembre de 2002), elaborado por un relevante equipo de juristas europeos, en el que se fijan las pautas para la regulación de las sociedades mercantiles en el ámbito europeo. Dentro de su amplio tratamiento, los grupos de sociedades y el gobierno corporativo constituyen dos de los temas “estrella” y ponen de relieve la conexión que entre ambos existe y la importancia de prestar una cierta atención, dentro de este trabajo, al análisis jurídico de aquéllos.

A) El Informe Winter sobre el Derecho de sociedades en Europa y los grupos

Para el Informe Winter, 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 de entrada 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* (información), 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.

Dado el escaso 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. Ha de hacerse una excepción, no obstante, por lo que se refiere a las cuestiones de *disclosure*, objeto de recepción en diferentes países a través de las oportunas normas de transparencia. De acuerdo con la filosofía que impregna todo el debate sobre el derecho del mercado de valores y, más concretamente, sobre las cuestiones relativas al gobierno de la empresa, importa sobremanera hacer diáfanas 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.

La abundancia de normas jurídicas en materia de obligaciones informativas de las empresas y sociedades cotizadas contrasta con la pobreza, o más bien auténtica escasez, de tratamiento legislativo sobre la segunda vertiente, antes comentada, del Informe Winter en materia de grupos. Quizá su mayor complejidad, la dificultad de satisfacer debidamente los intereses en presencia y, “*last but not least*”, las dudas sobre la adecuación de los modelos disponibles para regular los grupos, sean las razones que justifiquen esa inacción legislativa. No obstante, no han faltado iniciativas destacadas al respecto; de un lado, y a escala europea, las propuestas elaboradas por un conjunto de juristas unidos bajo el nombre de Forum Europaeum (1999) que, por iniciativa y carácter privados, han fijado una serie de ideas que pueden inspirar, a la vez, la acción legislativa de la Unión Europea –que ha de ser mínima– y la de los Estados miembros; de otro lado, y a escala española, han de destacarse las normas sobre grupos contenidas en la Propuesta de Código de sociedades mercantiles, publicada en noviembre de 2002. Aunque esta importante obra prelegislativa se encuentra apartada por el momento, de una posible tramitación parlamentaria, constituye, sin embargo, una aportación relevante al tema que nos ocupa, que ha de ser estudiada con cuidado.

B) Recapitulación: la escasa regulación legal de los grupos de sociedades

De todo lo que antecede, se deduce que, en la gran mayoría de los países de Europa, se carece de un régimen adecuado a los grupos de sociedades, si bien no faltan normas que, de manera sistemática y dispersa, aluden a aspectos concretos de dicha figura. Eso no

significa que esta singular forma de empresa constituya un “espacio vacío de Derecho”; al contrario, la atonía legislativa es, a nuestro juicio, una excelente oportunidad para el despliegue de la autonomía de la voluntad privada en la ordenación y tratamiento jurídicos de sus principales problemas. En todos los países de nuestro entorno, el Derecho privado se basa, desde luego, en los preceptos contenidos en las leyes; pero, al mismo tiempo, se asienta en las reglas dictadas por los particulares, a los que se reconoce un amplio poder autonormativo, siempre que respete, claro está, los límites generales señalados en el ordenamiento jurídico y, más concretamente, entre nosotros, los que contempla el art. 1255 del Código Civil, norma de extraordinario relieve en dicho ámbito. Para los grupos, como la experiencia demuestra, es esta vía, ante el silencio del legislador, un medio extraordinariamente fructífero para introducir un sistema regulador proporcionado a su compleja realidad, así como a los diversos intereses afectados por su funcionamiento. En España, como tendremos ocasión de ver, resulta plenamente aplicable esta fórmula de la autorregulación mediante el llamado contrato de grupo. Tal fórmula se hace posible, en esencia, por ser los grupos de sociedades una modalidad de empresa lícita en nuestro ordenamiento jurídico, según se deduce, como elemento fundamental, del principio de libertad de empresa recogido en el art. 38 de la Constitución Española.

3.3 Gobierno de la empresa y grupos de sociedades

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. 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 debía entenderse por tal. 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.

A) La realidad española: del Informe Olivencia al 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 entre nosotros 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 advertido relieve en punto 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.

Fuera, por ello, de alguna sucinta alusión a la posición de los accionistas significativos de la sociedad, 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* (gobierno de la empresa), cambia de manera perceptible en el Informe Aldama, segundo, como es sabido, de los documentos elaborados entre nosotros sobre las cuestiones propias del gobierno de la empresa. Sin abandonar del todo los presupuestos del Informe Olivencia, la comisión Aldama extiende su atención a la estructura general de la sociedad cotizada, y no sólo al rol de los administradores, reivindicando a la vez un mayor papel del legislador en el tratamiento de estas cuestiones, al lado de la autorregulación de las propias sociedades, cuyo relieve se mantiene. Y, desde nuestro punto de vista, ha de destacarse que en el Informe Aldama 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.

B) Los grupos de sociedades en el Informe Aldama

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 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”. En esta misma línea de mejorar la transparencia, será preciso informar sobre la “estructura de administración de la sociedad”, lo que obliga a comunicar al mercado la existencia de relaciones entre los consejeros y los accionistas de referencia, así como de los “consejeros cruzados o vinculados”. Por último, ha de informarse también sobre las operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, así como sobre las “operaciones con las sociedades filiales”.

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. Ha de advertirse que, para el Informe Aldama, quedarán sometidos a este deber de lealtad, desde luego, los administradores con nombramiento formal y vigente como tales; pero también lo estarán los altos ejecutivos de la sociedad, aunque no ostenten la condición de consejeros, 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 sociedad cotizada concreta para abarcar todo el 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”. Esta mención del “bien de la empresa”, frente a la fórmula tradicional del “interés social”, muestra un cambio importante respecto del Informe Olivencia. No se habla ahora, como se habrá observado, de 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, sino de la estructura general de la empresa, lo que parece sugerir, en principio, la consideración de otros intereses además de los que corresponden a los propios accionistas. 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 se ocupa 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 formen parte, y también con el grupo en el que aquella se integre.

C) La plasmación de las recomendaciones del Informe Aldama: la Ley 26/2003, de 17 de julio, de Transparencia

De acuerdo con la metodología, ya advertida, del Informe Aldama, en el que se propugnan, sin asomo de conflicto, la autorregulación de las sociedades cotizadas y la intervención

legislativa, se ha promulgado en España la denominada ley de transparencia, de 17 de julio de 2003, que convierte 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 ley de transparencia 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 verán 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.

Por lo que a los grupos de sociedades se refiere, encontramos recogidas numerosas alusiones que al respecto se hacían en el Informe Aldama, destinadas, en lo esencial, a hacer más transparente su estructura y su organización. Se ha de 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, expondremos las principales novedades que, respecto de los grupos de sociedades, se encuentran en la ley de transparencia.

Como cuestión de orden general, ha de censurarse la falta de rigor terminológico en que incurre la ley, con la utilización indistinta –tradicional en nuestro Derecho– de las nociones de “control” y “grupo”. Por lo demás, la ley de transparencia consolida el carácter de “norma general” en el Derecho de grupos del art. 4 de la ley del mercado de valores; ello significa que, en el Derecho español, el grupo requiere, como hemos afirmado más arriba, la dirección económica unificada (en la terminología legal, “unidad de dirección”). El control de una sociedad sobre otra u otras es, de hecho, un poderoso indicio de esa gestión empresarial conjunta, pero no ha de confundirse con ella, por lo que las nociones de control y grupo pueden referirse a realidades no necesariamente coincidentes: puede haber control sin grupo, aunque todo grupo (jerárquico o vertical) presupone el control.

Dentro 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, 2º 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 citada sociedad cotizada o con una sociedad del mismo grupo”. También ha de mencionarse el art. 114, 3º 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, relativo al deber de lealtad de los administradores. Dentro de 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 dentro del tema que nos ocupa, que finalmente no ha pasado al texto definitivo de la ley de transparencia, era 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, 2º 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 características para precisar su concepto.

4. Propuesta de autorregulación de los grupos de sociedades en el contexto del gobierno de la empresa: el contrato de grupo

4.1 Razón de ser 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 en lo referente a 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. Al mismo tiempo, las normas sobre los grupos contenidas en la Propuesta de Código de sociedades mercantiles siguen en su condición de texto prelegislativo, por lo que su utilidad práctica es muy reducida. Dado que los problemas suscitados por los grupos empiezan a ser perentorios 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, tanto el Informe Olivencia como el Informe Aldama, 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. 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:

- 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.
- 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 de organización interna 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:

- 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 habrá 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.
- 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.
- 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 concluido. Naturalmente, cada contrato puede establecer un modelo diverso de grupo, jerárquico o paritario, centralizado o descentralizado. Si 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 porque, por ejemplo, una sociedad ejercite una dirección económica unificada sobre otra u otras, gracias al control que ejerza sobre ellas. En estos 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 innegable 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.

4.2 Contenido del contrato de grupo

Ya hemos indicado anteriormente las dos finalidades esenciales que ha de perseguir todo contrato de grupo: legitimar el poder de dirección en el seno del grupo, haciendo posible el ejercicio de una dirección económica unificada, y, a la vez, proteger adecuadamente los intereses de quienes puedan verse perjudicados por dicho poder, en esencia, socios, acreedores y trabajadores de las sociedades integradas en el grupo. Estos dos aspectos, en realidad, no son propiamente cláusulas concretas del contrato de grupo, en cuanto tales, sino finalidades de política jurídica que, a nuestro juicio, han de perseguirse con su conclusión. A la hora de trazar un contenido concreto a dicho contrato parece obvio atender a aquellos países, como Alemania, que gozan de experiencia al respecto. De este modo, en primer lugar, el contrato de grupo ha de reconocer a favor de la sociedad o entidad cabecera del grupo la potestad de impartir instrucciones vinculantes a las sociedades que lo compongan. No se trata, sin embargo, de un poder ilimitado; no los hay en el mundo jurídico y tampoco lo debe haber aquí; y ello, sin perjuicio de la lógica finalidad de hacer viable el funcionamiento del grupo en cuanto tal. Se hace necesario, por ello, establecer unos límites adecuados que eviten la constitución de un sistema tiránico en el seno de grupos de sociedades concretos. Además de respetar los límites generales impuestos por el Derecho de sociedades, entendemos necesario recoger también el significativo límite del interés del grupo; dicho de otra manera, no serán de obligado cumplimiento las instrucciones contrarias u opuestas al interés del grupo. Se trata, como se adivina fácilmente, de un límite del todo lógico: carecería de sentido reconocer la legitimidad de esta estructura empresarial, dotada de su propio interés, para permitir, a renglón seguido, un funcionamiento contrario al criterio que justifica dicho reconocimiento.

La concreción de las medidas de tutela de los afectados por el ejercicio de la dirección unitaria es otro aspecto relevante del contenido del contrato de grupo. En particular, como demuestra la experiencia alemana, se hace preciso reconocer medidas protectoras de los socios minoritarios (también llamados “externos”) de las sociedades integradas en el grupo y sometidas a la dirección unitaria. Dichas medidas protectoras habrán de moverse en dos planos fundamentales, relativos, en concreto, a la información y a la tutela patrimonial. El socio externo, que ve restringida su esfera de poder jurídico por la integración de la sociedad a la que pertenece en un grupo, merece ser informado de la conclusión del contrato de grupo, de sus posibles modificaciones y del funcionamiento general del mismo; a su vez, ha de recibir una tutela patrimonial que, siguiendo de nuevo el ejemplo alemán –imitado por el Derecho portugués y otros ordenamientos de Europa del Este–, podrá consistir en otorgar la opción de permanecer en la sociedad una vez constituido el grupo, recibiendo como compensación una suerte de dividendo garantizado, o bien separarse de ella, recibiendo como contrapartida una suma dineraria o valores mobiliarios (acciones u obligaciones) emitidos por regla general por la sociedad o entidad cabecera del grupo.

También los acreedores del grupo merecen un apartado en el contrato de grupo. Dada la pluralidad de supuestos posibles, y la consiguiente dificultad de establecer una regla común adecuada a la diversidad de acreedores sociales, entendemos conveniente que el contrato recoja, a la manera de una declaración de “comfort” (una carta de intenciones), el compromiso de la entidad cabecera y de todo el grupo de hacer lo posible para evitar el concurso de las sociedades que lo componen, asumiendo la obligación de compensar de manera interna los posibles déficits que surjan en su tesorería. Naturalmente, ello no se opone –al contrario– a la posibilidad de que, planteada alguna demanda judicial por algún acreedor contra la entidad cabecera o contra todas las sociedades del grupo, puedan los tribunales establecer alguna forma más intensa de tutela, sólo válida, claro está, para el caso particular que se vaya a decidir. Conviene recordar, a estos efectos, la frecuencia con la que los tribunales españoles proceden a “levantar el velo” de la personalidad jurídica de las sociedades mercantiles, lo que puede llevar, en supuestos de grupo, a hacer responsable a la entidad cabecera por las deudas de alguna de sus sociedades integrantes e, incluso, a declarar la responsabilidad solidaria de todas las sociedades del grupo por las deudas de una de ellas. Esta jurisprudencia, quizá adecuada en supuestos extremos de grupo centralizado, no siempre resulta justa ni conveniente. Resulta imposible, no obstante, emitir ahora un juicio pormenorizado respecto de la cuestión.

Otro aspecto interesante en lo referente al contenido del contrato de grupo podría consistir en el establecimiento de pautas concretas en torno al comportamiento de los administradores de las sociedades que lo componen. Como es sabido, y por influencia de la ley de transparencia, varias veces mencionada en este trabajo, los administradores de las sociedades anónimas, con independencia de que formen parte o no de un grupo, se ven sometidos a una serie de deberes (diligencia, fidelidad, lealtad, secreto) cuyo cumplimiento se ha de apreciar, por lo general, en el marco del interés social de la sociedad que administran. Pues bien, si dicha sociedad llega a formar parte de un grupo, la legitimidad de esta figura en nuestro Derecho y su escasa regulación, obligan a adaptar a dicho ámbito el cumplimiento de tales deberes. No queremos decir que el administrador de una sociedad anónima integrada en un grupo no deba tener, como elemento de referencia fundamental, el interés de aquélla; pero su integración en el grupo y la primacía del interés de esta singular forma de concentración empresarial justifican la contemplación de sus deberes en un marco más amplio, de manera que se haga posible el funcionamiento del grupo sin lesionar por ello innecesariamente el interés social particular de la sociedad que administran. El contrato de grupo puede ser, a tal efecto, un buen lugar para precisar algunas pautas básicas del comportamiento de los administradores de las sociedades o entidades que forman un grupo.

Por último, parece también conveniente, siguiendo de nuevo el ejemplo del Derecho alemán, establecer un sistema de resolución de conflictos en el seno del grupo a través, en concreto, de un modelo arbitral que eluda el recurso permanente a los tribunales, siempre largo y de incierto resultado. El arbitraje, como mecanismo de resolución de conflictos, se usa con frecuencia en el marco de las sociedades mercantiles, como prueba la experiencia práctica en España, y nada impide su extensión al ámbito del grupo. Para

conseguir una traslación eficaz de este mecanismo, el contrato podrá establecer modos o pautas de tratamiento de la institución arbitral, dejando para otros documentos, quizá, el contenido más específico de un procedimiento que, por su propia naturaleza, puede resultar complejo y difícil.

4.3 El contrato de grupo como medida de “buen gobierno”

Desde el punto de vista del *Corporate Governance*, la conclusión 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 o en el Informe Aldama. El contrato de grupo fomenta la transparencia de las sociedades, exterioriza los conflictos de intereses que pueden afectar a sus administradores y busca equilibradamente reducir las tensiones y solucionar 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, dentro del tema que nos ocupa, 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 licitud 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 instrumento 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 una parte de ellas. Lo importante, en todo caso, es destacar la contribución que un instrumento tal 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, por el momento, muy escasa atención.

Bibliografía

- Crespí, R., García Cestona, M. A. (2001), Ownership and control of Spanish listed firms. En F. Barca y M. Becht, (editores), *The Control of Corporate Europe*. Oxford Uni. Press.
- Forum Europaeum (1999), Derecho de Grupos. *Revista de Derecho Mercantil*, 232, 445-575.
- Galve, C., Salas, V. (2004), Family ownership and performance. The net effect of growth constraint and productive efficiency. DT, Universidad de Zaragoza.
- “Informe Aldama” (2003), Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. www.iconsejeros.com/funciones/normas.html
- “Informe Olivencia” (1998), Documento de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas. Madrid. www.fef.es/z_contenido/informeolivencia.pdf
- “Informe Winter” (2002), Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe. Brussels. www.iconsejeros.com/funciones/normas.html
- La Porta, R., López De Silanes, R., Schleifer, A. y Vishny, R. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, págs. 471-517.
- “Ley de Transparencia” (2003), Ley 26/2003 de 17 de julio, BOE del 18 de julio.
- “Ley Financiera” (2002), Ley 44/2002 de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero. BOE del 23 de noviembre.
- Morck, R. (2004), How to eliminate pyramidal groups, NBER-WP (National Bureau of Economic Research - Working Papers).
- Rajan, R. y Zingales, L. (2003), *Saving Capitalism from Capitalists*. Crown Business.

Documentos de trabajo publicados

- 1/2003. **Servicios de atención a la infancia en España: estimación de la oferta actual y de las necesidades ante el horizonte 2010.** María José González López.
- 2/2003. **La formación profesional en España. Principales problemas y alternativas de progreso.** Francisco de Asís de Blas Aritio y Antonio Rueda Serón.
- 3/2003. **La Responsabilidad Social Corporativa y políticas públicas.** Alberto Lafuente Féllez, Víctor Viñuales Edo, Ramón Pueyo Viñuales y Jesús Llaría Aparicio.
- 4/2003. **V Conferencia Ministerial de la OMC y los países en desarrollo.** Gonzalo Fanjul Suárez.
- 5/2003. **Nuevas orientaciones de política científica y tecnológica.** Alberto Lafuente Féllez.
- 6/2003. **Repensando los servicios públicos en España.** Alberto Infante Campos.
- 7/2003. **La televisión pública en la era digital.** Alejandro Perales Albert.
- 8/2003. **El Consejo Audiovisual en España.** Ángel García Castillejo.
- 9/2003. **Una propuesta alternativa para la Coordinación del Sistema Nacional de Salud español.** Javier Rey del Castillo.
- 10/2003. **Regulación para la competencia en el sector eléctrico español.** Luis Atienza Serna y Javier de Quinto Romero.
- 11/2003. **El fracaso escolar en España.** Álvaro Marchesi Ullastres.
- 12/2003. **Estructura del sistema de Seguridad Social. Convergencia entre regímenes.** José Luis Tortuero Plaza y José Antonio Panizo Robles.
- 13/2003. **The Spanish Child Gap: Rationales, Diagnoses, and Proposals for Public Intervention.** Fabrizio Bernardi.
- 13*/2003. **El déficit de natalidad en España: análisis y propuestas para la intervención pública.** Fabrizio Bernardi.
- 14/2003. **Nuevas fórmulas de gestión en las organizaciones sanitarias.** José Jesús Martín Martín.
- 15/2003. **Una propuesta de servicios comunitarios de atención a personas mayores.** Sebastián Sarasa Urdiola.
- 16/2003. **El Ministerio Fiscal. Consideraciones para su reforma.** Olga Fuentes Soriano.
- 17/2003. **Propuestas para una regulación del trabajo autónomo.** Jesús Cruz Villalón.
- 18/2003. **El Consejo General del Poder Judicial. Evaluación y propuestas.** Luis López Guerra.
- 19/2003. **Una propuesta de reforma de las prestaciones por desempleo.** Juan López Gandía.
- 20/2003. **La Transparencia Presupuestaria. Problemas y Soluciones.** Maurici Lucena Betriu.
- 21/2003. **Análisis y evaluación del gasto social en España.** Jorge Calero Martínez y Mercè Costa Cuberta.
- 22/2003. **La pérdida de talentos científicos en España.** Vicente E. Larraga Rodríguez de Vera.
- 23/2003. **La industria española y el Protocolo de Kioto.** Antonio J. Fernández Segura.
- 24/2003. **La modernización de los Presupuestos Generales del Estado.** Enrique Martínez Robles, Federico Montero Hita y Juan José Puerta Pascual.
- 25/2003. **Movilidad y transporte. Opciones políticas para la ciudad.** Carme Miralles-Guasch y Àngel Cebollada i Frontera.
- 26/2003. **La salud laboral en España: propuestas para avanzar.** Fernando G. Benavides.
- 27/2003. **El papel del científico en la sociedad moderna.** Pere Puigdomènech Rosell.
- 28/2003. **Tribunal Constitucional y Poder Judicial.** Pablo Pérez Tremps.
- 29/2003. **La Audiencia Nacional: una visión crítica.** José María Asencio Mellado.
- 30/2003. **El control político de las misiones militares en el exterior.** Javier García Fernández.
- 31/2003. **La sanidad en el nuevo modelo de financiación autonómica.** Jesús Ruiz-Huerta Carbonell y Octavio Granado Martínez.

- 32/2003. **De una escuela de mínimos a una de óptimos: la exigencia de esfuerzo igual en la Enseñanza Básica.** Julio Carabaña Morales.
- 33/2003. **La difícil integración de los jóvenes en la edad adulta.** Pau Baizán Muñoz.
- 34/2003. **Políticas de lucha contra la pobreza y la exclusión social en España: una valoración con EspaSim.** Magda Mercader Prats.
- 35/2003. **El sector del automóvil en la España de 2010.** José Antonio Bueno Oliveros.
- 36/2003. **Publicidad e infancia.** Purificación Llaquet, M^a Adela Moyano, María Guerrero, Cecilia de la Cueva, Ignacio de Diego.
- 37/2003. **Mujer y trabajo.** Carmen Sáez Lara.
- 38/2003. **La inmigración extracomunitaria en la agricultura española.** Emma Martín Díaz.
- 39/2003. **Telecomunicaciones I: Situación del Sector y Propuestas para un modelo estable.** José Roberto Ramírez Garrido y Juan Vega Esquerrá.
- 40/2003. **Telecomunicaciones II: Análisis económico del sector.** José Roberto Ramírez Garrido y Álvaro Escribano Sáez.
- 41/2003. **Telecomunicaciones III: Regulación e Impulso desde las Administraciones Públicas.** José Roberto Ramírez Garrido y Juan Vega Esquerrá.
- 42/2004. **La Renta Básica. Para una reforma del sistema fiscal y de protección social.** Luis Sanzo González y Rafael Pinilla Pallejà.
- 43/2004. **Nuevas formas de gestión. Las fundaciones sanitarias en Galicia.** Marciano Sánchez Bayle y Manuel Martín García.
- 44/2004. **Protección social de la dependencia en España.** Gregorio Rodríguez Cabrero.
- 45/2004. **Inmigración y políticas de integración social.** Miguel Pajares Alonso.
- 46/2004. **TV educativo-cultural en España. Bases para un cambio de modelo.** José Manuel Pérez Tornero.
- 47/2004. **Presente y futuro del sistema público de pensiones: Análisis y propuestas.** José Antonio Griñán Martínez.
- 48/2004. **Contratación temporal y costes de despido en España: lecciones para el futuro desde la perspectiva del pasado.** Juan J. Dolado y Juan F. Jimeno.
- 49/2004. **Propuestas de investigación y desarrollo tecnológico en energías renovables.** Emilio Menéndez Pérez.
- 50/2004. **Propuestas de racionalización y financiación del gasto público en medicamentos.** Jaume Puig-Junoy y Josep Llop Talaverón.
- 51/2004. **Los derechos en la globalización y el derecho a la ciudad.** Jordi Borja.
- 52/2004. **Una propuesta para un comité de Bioética de España.** Marco-Antonio Broggi Trias.
- 53/2004. **Eficacia del gasto en algunas políticas activas en el mercado laboral español.** César Alonso-Borrego, Alfonso Arellano, Juan J. Dolado y Juan F. Jimeno.
- 54/2004. **Sistema de defensa de la competencia.** Luis Berenguer Fuster.
- 55/2004. **Regulación y competencia en el sector del gas natural en España. Balance y propuestas de reforma.** Luis Atienza Serna y Javier de Quinto Romero.
- 56/2004. **Propuesta de reforma del sistema de control de concentraciones de empresas.** José M^a Jiménez Laiglesia.
- 57/2004. **Análisis y alternativas para el sector farmacéutico español a partir de la experiencia de los EE UU.** Rosa Rodríguez-Monguió y Enrique C. Seoane Vázquez.
- 58/2004. **El recurso de amparo constitucional: una propuesta de reforma.** Germán Fernández Farreres.
- 59/2004. **Políticas de apoyo a la innovación empresarial.** Xavier Torres.
- 60/2004. **La televisión local entre el limbo regulatorio y la esperanza digital.** Emili Prado.
- 61/2004. **La universidad española: soltando amarras.** Andreu Mas-Colell.
- 62/2005. **Los mecanismos de cohesión territorial en España: un análisis y algunas propuestas.** Ángel de la Fuente.
- 63/2005. **El libro y la industria editorial.** Gloria Gómez-Escalonilla.

