

---

## «Propiedad y control: una perspectiva europea»

110

Este trabajo ilustra los problemas de gobierno de la empresa europea utilizando la estructura de propiedad como elemento central. Europa continental se caracteriza por una elevada concentración de la propiedad, con agrupaciones de votos significativas, frente al Reino Unido o Estados Unidos que presentan una propiedad muy dispersa. La tipología de accionistas significativos permite comprender mejor el modelo de gobierno dominante y apuntar soluciones. También presentamos la evolución reciente de la estructura de propiedad para las grandes empresas cotizadas en España y sus principales características. Reseñamos, finalmente, la retribución y sustitución de directivos como mecanismos contractuales que permiten alinear los intereses de accionistas y directivos.

*Idazlan honek Europako enpresa gobernatzeko dauden arazoak azaltzen ditu, horretarako jabetza-  
ren egitura ardatz gisa erabiltzen duelarik. Kontinenteko Europan, jabetza oso kontzentratuta dago  
eta boto emaleen taldeak oso garrantzitsuak dira. Erresuma Batuan edo Estatu Batuetan, ordea, ja-  
betza oso sakabanatuta dago. Akziodun garrantzitsuen tipologiak aukera ematen du gobernatzeko  
eredu nagusia hobeto ulertzeko eta irtenbideak eskaintzeko. Halaber, Espainian kotizatzen duten  
enpresa handien jabetza egiturak azken urteotan izan duen bilakaera eta beraren ezaugarri nagusiak  
aurkeztu dira. Azkenik, zuzendarien ordainketa eta ordezkatzeari deskribatu dira akziodunen eta  
zuzendarien interesak elkartzea ahalbidetzen duten kontratu mekanismoa baita.*

This paper uses the ownership structure of firms as a key element to understand corporate governance problems. Countries in continental Europe are characterized by high levels of ownership concentration and significant voting blocks. United Kingdom and the US have a quite dispersed ownership. The different types of significant shareholders allow us to better understand the dominant governance model and point out solutions. We also describe the recent ownership evolution for Spanish listed firms and their characteristics. Finally, we consider executive compensation and executive turnover as control mechanisms that allow us the matching of shareholders' interests and managers' ones.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Propiedad y control. Un análisis teórico
  3. La evidencia empírica
  4. Eficacia de los mecanismos internos de control
  5. Conclusión
- Referencias bibliográficas

Clasificación JEL: G32, G34, G38

### 1. INTRODUCCIÓN

El concepto de gobierno de la empresa o «buen gobierno» tiene un sentido amplio y multidisciplinar ya que, aunque aborda aspectos fundamentalmente económicos, también incorpora consideraciones legales, políticas y sociológicas que deben ser combinadas en un esfuerzo por entender mejor las actuaciones de las empresas. Los recientes escándalos y fallos de control observados en algunas de las grandes corporaciones americanas como Enron, Tyco o Lucent Technologies o los debates sobre las remuneraciones a los directivos y su posible justificación, como en el caso del ex-presidente de General Electric, han propiciado que la problemática del gobierno de la empresa trascienda los ámbitos académicos y su discusión esté a la orden del día en los medios de comunicación. Se han

mencionado aquí los casos de empresas norteamericanas pero el problema también está presente en los diferentes países europeos, siendo los casos de Ges-cartera, la toma de control de Dragados o las remuneraciones secretas a directivos del BBV ejemplos, entre otros, de esta situación en el contexto español.

A pesar del interés manifiesto en estas cuestiones y de los numerosos estudios elaborados, no existe una definición universalmente aceptada del concepto de «buen gobierno». No obstante, para una mayoría de estudios, el buen gobierno de la empresa hace referencia a los mecanismos o sistemas que permiten reducir los problemas de agencia entre los directivos de las empresas y los propietarios de las mismas. Esta sería la visión que preconizan Shleifer y Vishny (1997) y que constituye la corriente de opinión mayori-

taria en la actualidad. Otros autores, sin embargo, abogan por una idea de buen gobierno más amplia, donde se contemple el diseño de instituciones que sirva para proteger el valor para el conjunto de interesados de una empresa. Es decir, la riqueza generada no sólo para los accionistas de la empresa, sino también para los trabajadores, acreedores, clientes, la sociedad en que se inserta o, en general, los grupos de interesados o *stakeholders* de la empresa. Ésta sería la definición que defiende Tirole (2001) cuando concibe el gobierno de la empresa como el diseño de instituciones que inducen o fuerzan a los gestores a internalizar el bienestar de los diferentes *stakeholders* de la empresa. También es justo señalar que, en ese mismo trabajo, el autor nos previene de la dificultad de implementar esta definición, es decir, puede resultar muy laborioso e incluso imposible el proporcionar incentivos y control en un contexto donde existe heterogeneidad entre los interesados y sus objetivos.

Al considerar los posibles mecanismos de gobierno, tradicionalmente se ha distinguido entre los de carácter interno y los externos, siendo la competencia en los mercados (de productos, de trabajo o el mercado laboral y el de control) el principal mecanismo externo que facilita la maximización de valor para los accionistas, Fama (1980) y Fama y Jensen (1985). Sin embargo, en muchas ocasiones los mercados son imperfectos y presentan problemas que impiden su correcto funcionamiento. Es en estos contextos donde los mecanismos internos pueden jugar un papel importante: el tamaño y composición del consejo de administración, el

papel de los grandes accionistas y acreedores de la entidad, las remuneraciones de los directivos, etc. Pero, sin duda, el mecanismo de gobierno que más interés ha despertado entre los investigadores ha sido la estructura de propiedad de la empresa.

¿Qué relación existe entre la estructura de propiedad y los resultados de las empresas? ¿Es una relación lineal donde una mayor concentración de la propiedad se traduce en mejores resultados, o existe un nivel de concentración óptimo a partir del cual aparecen ciertas desventajas? ¿Qué se puede decir de las diferentes formas de propiedad? ¿O de la participación de los internos (*insiders* en la terminología anglosajona) en la estructura de propiedad de la empresa?

Todas ellas son preguntas importantes que carecen de una respuesta sencilla. De hecho, se han desarrollado diversas teorías a partir de estas cuestiones y tampoco parece haberse logrado un consenso en las respuestas, por lo que una vez más, la realización de estudios empíricos que permitan contrastar estas diversas teorías se impone como la mejor alternativa.

El presente trabajo se centra, precisamente, en el estudio de la propiedad como mecanismo de gobierno y detallará las diferencias que existen entre diferentes países, a partir de los estudios realizados por la *European Corporate Governance Network* y que han sido publicados recientemente (Barca y Becht, 2001). De hecho, en la sección segunda del trabajo presentamos algunos de los conceptos teóricos de propiedad que se han utilizado en la empresa, así como las predicciones teóri-

cas de la relación entre propiedad y desempeño de la empresa. En la sección tercera, que constituye el núcleo principal de este trabajo, recogemos primero la comparación de las diferencias que existen entre la estructura de propiedad de las empresas americanas frente a las europeas, en general mucho más concentradas, y donde incorporamos también elementos relevantes como el tipo de propietarios y la posibilidad de acuerdos de voto entre los propietarios. Posteriormente, mostramos en mayor detalle la situación de las empresas españolas que cotizan en bolsa, tanto en términos de su estructura de propiedad en el año 1996 (año de referencia para el estudio europeo), como en la evolución observada en los últimos años. La sección cuarta incorpora una discusión sobre otros mecanismos de control y, más concretamente, la remuneración y sustitución de directivos. Finalmente, en la sección quinta se presentan las conclusiones del trabajo y algunas reflexiones que consideramos de interés.

## **2. PROPIEDAD Y CONTROL. UN ANÁLISIS TEÓRICO**

Tradicionalmente se considera como propietarios de una empresa a aquéllas personas o entidades que pueden disponer del control y de los resultados netos de dicha organización (Hansmann, 1998). Estos dos derechos se detentan, generalmente, de forma conjunta para proporcionar mayores incentivos, aunque en teoría podrían ir separados. Además en los casos de grandes empresas donde la propiedad se reparte entre numerosas personas, como es típicamente el caso

de las sociedades anónimas, si bien los accionistas disponen de estos dos derechos lo cierto es que la intensidad de los mismos se ve bastante reducida en la práctica. Así, si bien los accionistas son quienes deben aprobar o reprobar las acciones de los directivos y por lo tanto tienen el control, éste puede ser un control más formal que real si carecen de la información necesaria para calibrar las acciones de los directivos. Por otro lado, los accionistas son también los receptores de las ganancias netas de la empresa (otra manifestación del concepto de propiedad), tanto en forma de dividendos repartidos como por los aumentos en el valor de los títulos que la acumulación de inversiones pueda generar. No obstante, dichos resultados pueden verse afectados en buena medida por las decisiones de los directivos y del consejo de administración, que pueden perseguir su propio beneficio en perjuicio de los resultados de todo el conjunto de propietarios. Berle y Means (1932) fueron los primeros en apuntar estos problemas derivados de la separación entre propiedad y control.

En lo referente a los costes que se derivan de la propiedad, éstos suelen estar relacionados con la capacidad para soportar niveles de riesgo: pueden aceptar mayores niveles de riesgo quienes aportan capital, ya que pueden diversificar con aportaciones a diversos proyectos, mientras que los empleados, que ofrecen el factor trabajo difícilmente pueden repartirlo entre proyectos distintos, por lo que no diversifican. También están los costes de agencia que se derivan de la separación entre propiedad y control. Es decir, los di-

rectivos adoptan decisiones pero quienes deben afrontar las consecuencias de dichos resultados son los propietarios que han elegido a esos gestores, y que pueden carecer de la información necesaria. Pueden existir también aquí costes de supervisión para reducir el posible conflicto de intereses, así como los costes de toma de decisiones colectivas (Hansmann, 1998), donde alcanzar acuerdos entre los propietarios resultará más difícil en la medida que el número y heterogeneidad entre los mismos sean mayores.

En cualquier caso, observamos que es relativamente frecuente encontrarnos con empresas donde los propietarios son *débiles*, en el sentido que no les resulta fácil controlar o disciplinar a sus directivos. Puede ocurrir que los directivos no tengan tanto margen de comportarse de forma oportunista después de todo. Consideraciones como la propia reputación, el marco legal o la presencia de mecanismos de control externo pueden ser suficientes para limitar las actuaciones de los directivos. Esta visión más tradicional presenta el dilema que se plantea entre los directivos y unos propietarios muy atomizados. Pequeños accionistas con pocos incentivos a invertir recursos y tiempo en mejorar su información sobre las actuaciones de los directivos que ellos han elegido y que cuentan con más información. De hecho, una de las teorías más extendidas es la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976), donde en un contexto de información asimétrica se abordan los problemas entre gestores que tienen el control efectivo de las empresas y que pueden adoptar decisiones en su propio beneficio frente a los propietarios, que por ser numerosos y atomizados difícilmente

pueden controlar y pueden verse perjudicados por esas acciones.

La pregunta relevante entonces es ¿qué intereses deberían guiar a los directivos en su proceso de toma de decisiones? Este enfoque ha generado importantes estudios en diversos países sobre cómo conseguir que los directivos adopten decisiones más acordes con los intereses de estos pequeños accionistas y estaría en línea con la definición de gobierno de la empresa de Shleifer y Vishny mencionada anteriormente.

Ya hemos apuntado que el gobierno de la empresa es un concepto amplio e incorpora una variedad de mecanismos de control, entre los que se incluyen la composición del consejo de administración, la remuneración de los directivos, la presencia de grandes accionistas o el papel de los mercados y el marco regulatorio, entre otros. No obstante, la idea de propiedad y, más concretamente, la estructura de propiedad de las empresas es uno de los mecanismos de gobierno que más atención ha despertado entre los estudiosos del tema.

A este respecto, podemos distinguir varias líneas de investigación:

a) Muchos de los estudios empíricos han hecho referencia a *la relación entre grado de concentración de la propiedad y resultados de las empresas*, especialmente para el caso de las empresas no financieras<sup>1</sup>, como los trabajos de McConnell y Servaes (1990), Agrawal y Knober (1996), Shleifer y Vishny (1986) o Demsetz y Villa-

---

<sup>1</sup> Ver el trabajo de Bøhren y Ødegaard (2001) para una detallada revisión de la literatura.

longa (2001). También existen ya trabajos que relacionan mecanismos de gobierno y resultados para las empresas bancarias, recogidos en Prowse (1997) y en Crespi, García-Cestona y Salas (2002).

Dada la presencia de asimetrías de información, oportunismo y contratos incompletos que pueden fomentar los problemas de agencia en una empresa con propiedad atomizada, uno esperaría que la mayor concentración de propiedad facilite la supervisión de los gestores por parte de los propietarios. Dicha mejora en la supervisión se debería traducir en mejores resultados, Demsetz y Lehn (1985) y Shleifer y Vishny (1986). Sin embargo, esta relación puede ser de tipo no lineal. Así, si bien en un contexto como el americano, con una estructura de propiedad fuertemente atomizada, mayores niveles de concentración pueden traducirse en mejores resultados, dicho análisis puede cambiar en contextos como el europeo que presentan estructuras fuertemente concentradas. Superado un cierto grado de concentración óptimo de la propiedad, intentos continuados por alcanzar mayores niveles de concentración pueden responder a otras razones como las de conseguir un cierto atrincheramiento o protección frente a terceros. De hecho, en estos casos el peligro suele concretarse en pérdidas para los pequeños accionistas generadas por la coalición formada entre directivos y grandes accionistas. Adicionalmente, debemos señalar que existe la hipótesis implícita de que los propietarios son competentes para dirigir la empresa y alcanzar un objetivo de maximización de la riqueza. Si esto no fuera así, o su labor de supervisión fallara en la

creación de valor, podríamos hablar de niveles excesivos de concentración de la propiedad.

Los resultados empíricos apuntan diversas soluciones dependiendo del marco institucional. Así, McConnell y Servaes (1990) no encuentran evidencia en su estudio para el caso americano, mientras Leech y Leahy (1991) presentan una relación negativa entre concentración de propiedad y resultados para una base de datos del Reino Unido. Gedajlovic y Shapiro (1998) muestran evidencia de una relación no lineal entre rentabilidad y concentración de propiedad para una muestra de empresas de Estados Unidos y Alemania, mientras Prowse (1992) no encuentra una relación estadísticamente significativa entre resultados contables y concentración de la propiedad para una muestra de empresas japonesas. Sin embargo, Morck, Nakamura y Shivdasani (2000) tienen evidencia en sentido contrario. Finalmente, Lehmann y Weigand (2000) muestran una relación positiva dependiendo de la tipología de propietarios (bancos concretamente) para un conjunto de empresas alemanas.

b) Como ya se ha señalado, existe una gran diversidad de propietarios y otra fuente de estudios es *la distinta naturaleza de los propietarios*. En este sentido, se suele mencionar como ejemplo la participación en la propiedad de inversores institucionales, que deben tener en cuenta su propia reputación, lo que les hace abstenerse de ciertos comportamientos oportunistas, o al menos los dificulta. Así, una mayor participación de inversores institucionales debería reflejarse en la consecución de unos mejores resultados.

Los bancos son otra de las categorías de accionistas más estudiadas. De hecho, en modelos como el japonés o el alemán, los bancos han jugado papeles importantes con las figuras del *main bank* y el *hausebank* respectivamente, como se describe en Aoki y Patrick (1994). Algunos modelos teóricos han contemplado los aspectos positivos de la participación de los bancos, como son las mejoras en la supervisión de los directivos y en la toma de decisiones de la empresa, gracias a la mejor información de la entidad financiera Hoshi, Kashyap y Scharfstein (1990) y Zoido (1998) para el caso español. Por el contrario, en otros trabajos como Rajan (1992), Weinstein y Yafeh (1998) o Hanazaki y Horiuchi (2000), también se han apuntado los problemas que la relación exclusiva con un banco puede ocasionar en un contexto de información asimétrica, con la expropiación de cuasi-rentas por la entidad.

También la participación de los trabajadores en la propiedad puede considerarse un factor relevante y merecería mayor atención de los investigadores. Probablemente, la participación de los trabajadores en los órganos de decisión no es tan habitual en el contexto americano o británico, pero sí que existe en numerosas empresas europeas y, a veces, en porcentajes importantes. Lo que sí es frecuente en Estados Unidos es la adquisición de acciones de la empresa por sus trabajadores, con planes que lo fomentan (ESOP, *employee share ownership plan*) en un 20% de las empresas americanas. Esto es importante porque de hecho hay estudios que mencionan la posibilidad de que directivos y trabajadores puedan for-

mar, en determinadas circunstancias, alianzas de conveniencia frente a terceros, Hellwig (2000). Por otro lado, Pagano y Volpin (2002) demuestran que, para contextos donde los directivos tienen bajos niveles de propiedad, les puede interesar ofrecer salarios elevados a los trabajadores y ejercer una escasa supervisión, para así contar con su apoyo a la hora de dificultar una posible adquisición hostil.

Otra línea de hipótesis de trabajo se alimenta con la presencia de internos en la estructura de propiedad (*insiders*) y el tamaño de su participación accionarial. En principio, un mayor peso de la participación de los internos haría menos necesaria la supervisión externa, al reducir el conflicto de intereses. Así, esperaríamos una relación positiva entre participación accionarial de los internos y resultados de la empresa. Por otro lado, unos internos con elevadas participaciones pueden atrincherarse y proceder a la expropiación de rentas de los accionistas externos, Morck *et al.* (1988), por lo que tampoco tenemos una única teoría sobre el efecto de estas participaciones.

c) Finalmente, una de las áreas a la que deberíamos dedicar más atención es *la naturaleza de las empresas*, más allá de las sociedades anónimas (SA), ya que en muchas ocasiones existen ejemplos de organizaciones importantes, con objetivos distintos a la maximización del valor en bolsa, y que compiten con éxito en los mercados. En concreto, hay numerosas empresas cooperativas (siendo el grupo cooperativo de Mondragón el más significativo), no lucrativas (las cajas de ahorro españolas o El Corte Inglés) o mutuas (algunas de las mayores aseguradoras)



que, pese a no contar con una estructura de propiedad tan clara y definida como la que en principio tienen las sociedades anónimas, resultan claramente competitivas. Esto es paradójico, ya que la teoría de los derechos de propiedad sugiere que aquellas organizaciones con un reparto menos claro de la propiedad se verán sometidas a mayores problemas de falta de inversiones específicas, lo cual se debería traducir en posibles pérdidas de competitividad frente a las SA competidoras.

Valga también como comentario final a esta sección señalar que, a pesar de habernos centrado en el estudio de la propiedad y sus efectos, existen múltiples mecanismos de gobierno y es necesario, por tanto, estudiar los efectos simultáneos de los diferentes mecanismos de gobierno. Bøhren y Ødegaard (2001), en su detallado estudio de la estructura de propiedad de las empresas noruegas, encuentran una relación negativa y estadísticamente significativa entre concentración y desempeño, una mayor creación de valor para las participaciones de individuos o familias en la estructura de propiedad frente a las participaciones del estado o las corporativas, así como un efecto positivo de la participación de internos en la estructura de propiedad siempre que dicha participación no supere el 60%. Sin embargo, su principal aportación viene determinada por su comprobación de que los resultados anteriores se pierden cuando se recurre a un enfoque de ecuaciones simultáneas para abordar la endogeneidad de los diferentes mecanismos de gobierno, lo que aumenta la necesidad de mejorar también nuestros modelos teóricos sobre gobierno de la empresa. López Iturriaga y Rodrí-

guez Sanz (2001) contemplan el problema de la endogeneidad de la estructura de propiedad en las decisiones de inversión para el caso de las empresas españolas que cotizan en bolsa.

Pasamos ahora a describir el estudio empírico en materia de estructura de propiedad de las empresas europeas y su comparación con las empresas americanas realizado por la *European Corporate Governance Network*.

### 3. LA EVIDENCIA EMPÍRICA

#### 3.1. Europa frente a EE.UU. y el Reino Unido

Como se ha apuntado anteriormente, es usual en los estudios de gobierno de la empresa el caracterizar dos sistemas o modelos de gobierno dominantes en las economías capitalistas avanzadas, usando para ello la estructura de propiedad que los distingue, junto con otras variables. Efectivamente Franks y Mayer (1995) hablan de sistema interno y externo (*insider y outsider system*) o bien de sistemas orientados a la banca y sistemas orientados al mercado (Moerland, 1995). Bajo cualquiera de estas denominaciones, la estructura de propiedad resulta uno de los rasgos más significativos: concentración de la propiedad para los denominados sistemas internos y dispersión de la propiedad para los externos. Esta distinción también permite catalogar a los países de modo que se identifica el modelo de gobierno orientado al mercado con los casos de Inglaterra y Estados Unidos, mientras que el modelo de gobierno interno se identifica con los países de la Europa continental.



Concentración y dispersión de la propiedad son términos que permiten medidas y grados de precisión diversos, siendo una de las escalas más utilizada la proporción de acciones en manos del principal accionista. Ésta es indicativa de los incentivos que tiene el titular de estas acciones para llevar a cabo la gestión, o controlar la gestión que hacen los directivos de los recursos de la empresa. Estos valores, expresados en porcentajes de propiedad de acciones, no sobrepasan el 10% para los países con un sistema de control externo, mientras que se sitúan por encima del 30% en los países europeos continentales. A pesar de su importancia, la medida de la participación del mayor accionista no aporta información acerca de la distribución del resto de paquetes accionariales, lo cual es relevante para todos aquellos casos en que la participación del mayor accionista por sí misma no permita el control de la sociedad. Por ello, se utilizan también medidas de la suma de la proporción de acciones de titularidad de los tres o cinco mayores accionistas. Así, el número de accionistas que hacen posible el control de la empresa parece una medida relevante para entender la magnitud del problema de agencia y el grado de separación entre propietarios de los recursos y los gestores. La respuesta a esta cuestión presenta, de nuevo, diferencias entre el modelo continental europeo, donde coaliciones de tres o más accionistas permiten participaciones superiores al 50%, con el Reino Unido y Estados Unidos, donde el número de titulares de acciones para intentar el 50% de los derechos es significativamente mayor y podría significar, para una mayoría de empresas, la participación de cientos de accionistas.

La magnitud de los problemas de agencia derivados de la separación de la propiedad y el control se manifiestan de forma diferente en los dos sistemas de gobierno debido a la disociación existente entre derechos políticos y derechos económicos. En la obra editada por Barca y Becht (2001) se pone de manifiesto este hecho por dos razones fundamentales. La primera es que el cómputo de los derechos de voto incluye algunos de los instrumentos utilizados por los accionistas para acumular mayores cuotas de control, sin que ello se traduzca en la correspondiente aportación económica. Nos referimos, entre otros, a la emisión de acciones con diferencias en sus derechos de voto, la emisión de acciones sin voto, los acuerdos de sindicación de acciones entre varios accionistas o la formación de grupos empresariales con una estructura de participaciones en forma piramidal. La segunda razón para centrarnos en los derechos de voto se refiere a la forma en que se publican los datos, dada la legislación a la que están sometidos los diferentes inversores europeos. La directiva europea de 1988 que aborda la transparencia en la información pública sobre la posesión de paquetes accionariales<sup>2</sup> fija la obligación de informar a los titulares sobre cualesquiera derechos de voto controlados por una persona o entidad, incluidos los derechos de voto ejercidos a partir del control de terceras empresas.

La información de los paquetes de derechos de votos significativos se computa, dependiendo de las legislaciones de

---

<sup>2</sup> Large Holdings Directive, 88/27/EEC.

Cuadro n.º 1: **Promedio del porcentaje de votos de los bloques de acciones**

País	Número de empresas	Mayor Bloque de votos	2.º Bloque de votos	3.º Bloque de votos	4-10.º Bloque de votos	>10.º Bloque de votos
Austria	50	54.1	7.8	2.6	1.1	0.0
Bélgica	135	56.1	6.6	4.5	3.9	0.0
Alemania	374	49.1	2.7	24.5	0.4	0.0
España	193	40.1	10.5	3.5	3.3	0.6
Francia	40	29.4	6.4	3.0	0.5	0.1
Italy	214	52.3	7.7	3.5	5.1	0.2
Holanda	137	42.8	11.4	4.0	4.4	0.0
Suecia	304	37.6	11.2	5.6	1.8	
Reino Unido	207	14.4	7.3	6.0	4.1	3.1
Estados Unidos						
NYSE	1.309	3.6	1.5	0.6	0.5	0.0
NASDAQ	2.831	3.4	1.2	0.6	0.4	0.0

Fuente: elaborado a partir de Barca y Becht (2001).

los estados miembros, a partir de ciertos umbrales que pueden ser del 3%, 5% o 10% como mínimo, sean éstos detentados de forma directa o interpuesta a través de terceras personas o sociedades. Esta característica ha permitido comparar la relevancia de los grupos de control entre países europeos con cierta homogeneidad. El cuadro n.º 1 reproduce los resultados en términos de derechos de voto para muestras representativas de grandes sociedades cotizadas en distintos países europeos y Estados Unidos.

Los valores de la tabla permiten apreciar la diferencia entre la importancia de los accionistas significativos en los países de la Europa Continental, Estados Unidos y el Reino Unido. Para los países con sis-

temas de gobierno y control «desde dentro»<sup>3</sup> la importancia del mayor paquete de acciones está por encima del 30% y la suma de los dos mayores accionistas supera en todos los casos<sup>4</sup> la mayoría absoluta de los derechos de voto<sup>5</sup>. Esta característica no se observa, sin embargo, para las grandes empresas cotizadas en

<sup>3</sup> Esta es la acepción utilizada en Salas(1999).

<sup>4</sup> La excepción proviene de los datos de Francia debido a que la muestra de empresas francesas sólo se refiere a las 40 de mayor capitalización (CAC40) lo que introduce un sesgo que se traduce en menores concentraciones de voto.

<sup>5</sup> Con ello no queremos decir que superar un 50% de los derechos de voto sea siempre necesario para adquirir el control, ya que éste es posible con proporciones menores e incluso, en ocasiones, no se puede ejercer aún teniendo mayorías por encima del 50% como ocurre con las limitaciones de derechos de voto.

la bolsas de valores de Reino Unido y Estados Unidos.

Los elevados porcentajes de derechos de voto en algunos países de la Europa continental se sustentan en la disociación entre derechos económicos y derechos políticos. En Holanda<sup>6</sup>, las grandes empresas adoptan el «Régimen Estructural» (*structuurregime*) según el cual se nombra un comité supervisor que funciona y se regenera mediante mecanismos de cooptación y los accionistas escasamente tienen poder en los nombramientos y destituciones de sus miembros. Esta situación no queda recogida en los registros de información pública holandesa sobre los cuales se ha elaborado el cuadro n.º 1. Tampoco quedan recogidas al computar los derechos de voto las limitaciones de voto introducidas en los estatutos de numerosas sociedades cotizadas en las bolsas españolas.

Sin embargo, la comparación incluye en las participaciones accionariales los derechos de voto acumulados mediante el uso de sociedades interpuestas o filiales. Este aspecto es especialmente importante en países como Italia y Bélgica donde las participaciones en cascada permiten la formación de pirámides en las que importantes paquetes con derechos de voto corresponden a participaciones muy reducidas en los flujos de caja que generan estas empresas. También se recogen, porque así lo establece la normativa, los acuerdos de sindicación de acciones siempre que éstos estén recogidos en un pacto escrito.

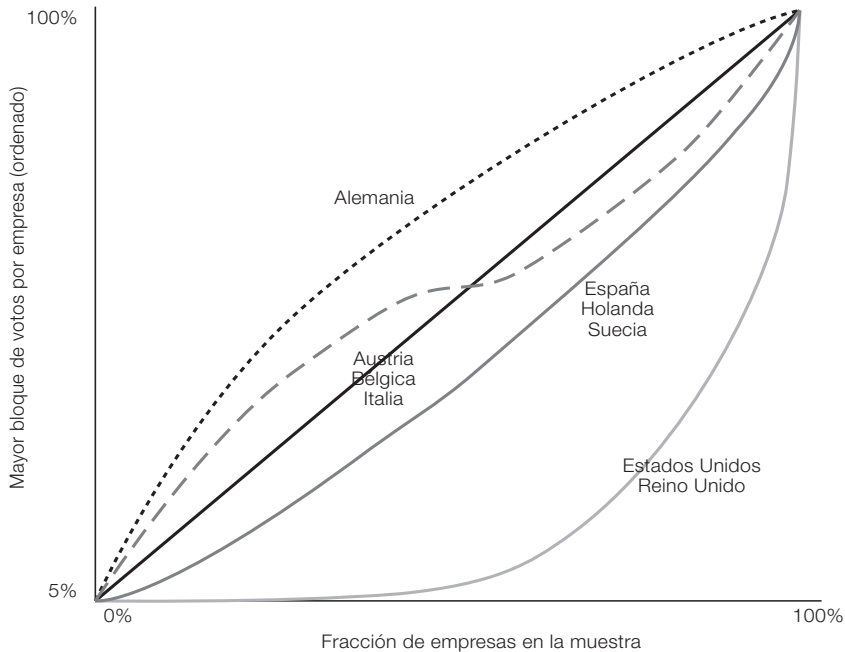
También es importante señalar que la caracterización de la estructura de votos en los diversos sistemas no escapa a los condicionantes que la normativa o las regulaciones propias de cada país imponen. Al observar la distribución acumulada de los mayores paquetes de derechos de voto para el conjunto de las empresas consideradas en un país, estamos en condiciones de caracterizar si existe dispersión o concentración de los derechos de voto y su intensidad. Una solución como la que aparece en la bisectriz del gráfico 1 es indicativa de que, ordenando de menor a mayor la importancia relativa de cada paquete de derechos de voto, esta proporción se ajusta igualmente para una proporción igual de empresas en la muestra analizada.

El gráfico n.º 1 presenta de forma esquemática los resultados extraídos de Barca y Becht (2001), mostrando en un extremo la preponderancia de los grandes bloques de accionistas para Alemania, medida en términos de los derechos de voto. Este sesgo hacia grupos de control potentes se ve complementado por el diseño de órganos de gobierno interno a dos niveles, con un consejo de vigilancia, además de la junta de accionistas, donde otros colectivos que no son necesariamente accionistas participan en las decisiones estratégicas. Alrededor de la línea de 45.º se mueven las distribuciones de los paquetes del principal accionista o bloque de derechos de voto, y su interpretación sería la no existencia de un sesgo importante en la distribución de los derechos de voto para la muestra de empresas de estos países. Es importante que destaquemos cómo la existencia de

---

<sup>6</sup> El trabajo de Jong A., R. Kabir, T. Marra y A. Roell (2001) presenta el caso holandés en detalle.

Gráfico n.º 1. Estructura de bloques de voto en Europa



estructuras piramidales de control fuertes en Bélgica e Italia no quedan recogidas en este gráfico, en la medida que no captura la relación entre derechos políticos y derechos económicos. Para Holanda, España y Suecia los datos muestran una cierta tasa de dispersión de derechos de voto, mientras que para Estados Unidos y Reino Unido, la catalogación como sistema de gobierno con control «desde fuera» queda plenamente justificado en la figura 1.

La transformación de la participación accionarial en derechos de voto y éstos en capacidad de control efectivo está relacionada con la tipología de accionistas

dominante en cada país y su grado de implicación al tomar participaciones en las empresas. La utilización de estructuras piramidales implica necesariamente la existencia de participaciones cruzadas entre empresas. A estos efectos, el cuadro n.º 2 recoge el valor promedio de las participaciones según la tipología de accionistas cuando éstos tienen paquetes significativos<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> El cómputo surge de dividir la participación de cada tipo de accionista en cada empresa, pero sólo para las empresas en que éstos tienen participación. En consecuencia quedan fuera del cálculo, para un tipo dado de accionista, las empresas en las que este tipo de accionista no posee derechos de voto.

Cuadro n.º 2: **Tipología de Accionistas e Importancia Relativa**

	Austria	Alemania	España	Reino Unido
Familias/Individuos	26.0	26.9	16.0	5.2
Estado	53.1	45.3	46.8	6.7
Bancos		23.8	21.2	5.1
Aseguradoras/Financieras	42.0	11.9	20.8	4.0
Empresas No financieras	39.4	45.2	24.1	10.6
Empresas Extranjeras	31.4	61.6	20.7	
Otras		18.9		
Directores				7.0

Fuente: elaborado a partir de Barca y Becht (2001).

Aún considerando la heterogeneidad en las fuentes<sup>8</sup>, el cómputo de los datos nos revela que el valor promedio de los bloques accionariales es muy elevado para diversos tipos de empresas (financieras y no financieras) en Austria y Alemania, donde la formación de estructuras piramidales no resulta importante. Los datos para España reflejan una posición intermedia en la relevancia promedio de los paquetes de acciones cuando éstos son significativos. Los bajos valores promedio de los bloques de acciones en el Reino Unido estarían en consonancia con los bajos niveles de concentración del poder de voto en este país, donde también debemos destacar la importancia de las participaciones de los directivos y consejeros de las empresas.

La tipología e importancia relativa del accionariado de la empresa son también indicativos de los mecanismos y sistemas de gobierno de la empresa en que catalogamos a los países. Cuando las empresas no financieras se erigen como el principal accionista, tenemos una primera señal de la posible existencia de participaciones cruzadas. Si esta participación resulta significativamente elevada, como ocurre en los países de la Europa continental, la naturaleza del problema de agencia difiere de la que existe en el Reino Unido, donde los fondos de inversión o los propios directivos de las empresas mantienen proporciones significativas de derechos económicos y derechos de voto en la empresa.

Efectivamente, el cuadro n.º 3 muestra la importancia de cada tipo de accionista en relación a la totalidad de los derechos de voto de cada empresa, para toda la muestra de empresas en cada país. El re-

<sup>8</sup> Esta tabla se ha elaborado a partir de los datos publicados en Barca y Becht (2001) y para aquellos países en los cuales es posible encontrar la información.

Cuadro n.º 3: **Tipología de accionistas en Europa**

Tipología de Accionista	Alemania	Francia	Holanda	Italia	España	Reino Unido
Familias/Individuos	4.0	7.2	8.9	20.1	11.0	1.6
Estado	1.0	4.8	1.1	6.8	2.6	0.2
Bancos	1.2	13.4	4.4	9.5	6.4	1.8
Aseguradoras/Financieras	2.0		8.3	2.2	8.4	4.0
Fondos de Inversión			11.1	0.8		7.0
Empresas No financieras	22.0	11.5	1.4	20.1	15.3	5.4
Empresas Extranjeras		4.1		9.1	8.3	
Otras	2.2					
Admin. Office			26.9			
Directores (trabajadores)		1.2				4.1

Fuente: elaborado a partir de Barca y Becht (2001).

ducido tamaño relativo del mercado, y por tanto la capitalización promedio de las empresas adscritas parece explicar en primer lugar la relativa importancia de inversores individuales en mercados como el italiano y el español. La limitada capacidad financiera de determinados tipos de accionistas depende del tamaño de la empresa, y la relación inversa tamaño concentración de la propiedad, especialmente para inversores individuales, queda de manifiesto en los trabajos editados por Barca y Becht (2001).

La participación de los intermediarios financieros se lleva a cabo, preferentemente, vía núcleos duros integrados por bancos, como en el caso español, mientras que son las instituciones de inversión colectiva las instituciones relevantes en el sistema anglosajón. Los llamados inversores institucionales como fondos de in-

versión, fondos de pensiones y empresas aseguradoras tienen un comportamiento diferente a otros grupos de interés en las actuaciones de control y supervisión de los directivos de la empresa<sup>9</sup>. Sólo en raras ocasiones forman parte de los consejos de administración, al menos en la proporción que sus derechos de voto les permitirían, siendo el argumento de la liquidez uno de los principales justificantes para evitar la supervisión directa. La opción «salida» o venta de los valores en caso de malos resultados o gestión ineficiente de los administradores se presenta como su principal alternativa.

También destacan de los datos del Reino Unido las significativas participaciones

<sup>9</sup> Sirva como ejemplo de ello el reciente trabajo de Woidtke, Tracie (2002).

de los consejeros de la empresa, ocupen o no cargos directivos, lo cual difiere significativamente de las participaciones en las empresas de Europa continental. La disminución de los costes de agencia mediante mecanismos de gobierno tendentes a reducir ineficiencias en la gestión, no pueden basarse en el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales cuando existen accionistas con paquetes que ostentan mayorías de derechos de voto. Así, la frecuencia y hostilidad en las tomas de control de sociedades es mucho menor en los sistemas de gobierno interno.

La pregunta que surge a raíz de este análisis comparado de la estructura de propiedad y voto es acerca de la importancia de los paquetes accionariales y bloques de derechos significativos como mecanismo que permita aliviar los costes de agencia inherentes a la separación de propiedad y control. La solución continental europea apuesta por las ventajas de una mayor implicación de paquetes altamente significativos (en algunos casos mayoritarios) de derechos de voto. Este podría ser el caso de Alemania y Austria. La parte negativa de esta solución viene cuando analizamos la relación entre accionistas de control y accionistas minoritarios. Se desplaza el problema de control y supervisión hacia el comportamiento de los accionistas o grupos de control mayoritarios, que a su vez detentan el poder en los órganos de gestión de la empresa. Los organismos reguladores y la normativa sobre formación de bloques accionariales, acumulando determinados porcentajes de derechos, es la respuesta de la sociedad en aras a pro-

porcionar protección a los accionistas minoritarios. Sin embargo, otros modelos de acumulación del poder de voto en base a estructuras piramidales agravan el problema anterior, al disponer de potentes grupos con derechos de voto altamente apalancados sobre reducidas participaciones en los flujos de caja.

Otros mecanismos que atenúen los problemas de gobierno de la empresa, no estrictamente ligados con la estructura de propiedad y poder de voto son necesarios para complementar la necesaria supervisión del principal (normalmente accionistas dispersos y anónimos que acuden a los mercados de capitales) sobre el agente (generalmente directivos profesionales o directivos nombrados en razón del poder político que confieren significativos bloques de derecho de voto).

### 3.2. El caso español y su evolución

En los diferentes estudios y comparaciones internacionales que se han llevado a cabo el caso español forma parte, en la mayoría de ocasiones, del modelo continental europeo y más concretamente del grupo de países con un sistema legal inspirado por el código civil francés. No obstante, también hemos apuntado ya en algún trabajo anterior (Crespi y García-Cestona, 2001) que el modelo español parece ajustarse más a una situación intermedia entre el modelo anglosajón y el modelo alemán o japonés de gobierno de la empresa. Si bien se cumplen para el caso español las características del modelo continental antes mencionadas, también es posible apreciar



una evolución en el tiempo y la presencia de ciertas especificidades, así como una influencia creciente de los mecanismos de mercado. Incluso en temas tan relevantes como la concentración de la estructura accionarial, la presencia de opas hostiles o el papel desempeñado por los bancos en la estructura de propiedad, las empresas españolas, sin abandonar completamente el modelo continental europeo, presentan posiciones y tendencias más cercanas a los modelos de mercado que el resto de países europeos, lo que justificaría a nuestro entender esa posición intermedia.

En esta sección queremos resumir los elementos más relevantes de la situación española en términos de estructura de propiedad y que ya han sido apuntados en el capítulo que hace referencia al libro *The Control of Corporate Europe* ya mencionado. Al mismo tiempo, actualizamos algunos de estos datos, lo cual permite contrastar la evolución observada en una línea que apunta hacia una mayor relevancia de los mercados.

1. *El número de empresas que cotizan en bolsa y su importancia relativa aumentan notablemente.* Eran 606 las empresas que cotizaban a finales de 1995, frente a la cifra de 1869 en el año 2000. Es un número modesto en relación a la cifra total de empresas (aproximadamente un 0,5% sobre el total de empresas registradas) pero muy significativo en términos de capitalización por la importancia de las empresas que participan. Este aumento reciente debe tomarse con cierta cautela en la medida que el número de empresas cotizadas incluye también las sociedades de inversión mobiliaria, SIMCAV y otras

empresas cuya actividad principal es la gestión de fondos y formación de carteras de empresas cotizadas y valores de renta fija. No obstante, esta evolución positiva se mantiene si consideramos únicamente las empresas no financieras. Parece estar consolidándose la práctica de que la evolución natural de las empresas en su proceso de crecimiento pase por una salida a bolsa. Las cifras recogidas en la tabla 4 muestran también el fuerte crecimiento tanto en números absolutos como relativos experimentado en los últimos años. También ha aumentado el peso de las empresas que cotizan con respecto al PIB, pasando de una cifra del 33% en 1995 a prácticamente el triple (93%) a finales del año 2000. Con respecto a esta última medida, es conveniente puntualizar lo siguiente: (i) la elevada capitalización fruto del fuerte crecimiento de las bolsas de valores a nivel mundial y (ii) la fuerte concentración de la capitalización de la bolsa española en un número reducido de valores, fenómeno frecuente por otra parte en el conjunto de valores europeos. De hecho, los valores del IBEX-35 concentran por sí solos más de la mitad del PIB. También hay 14 empresas que cotizan en el Nuevo Mercado, de las cuales seis forman parte ya del IBEX-35.

Respecto a la proyección internacional de los valores españoles, cabe destacar que en la actualidad son seis los valores que cotizan en el NYSE y dos más lo hacen en el NASDAQ. Paralelamente, son ocho los valores que cotizan en el mercado de Frankfurt y dos en el EASDAQ. Si bien hay una ligera caída con respecto a las cifras de 1996, ésta se debe funda-

Cuadro n.º 4: **Empresas cotizadas en España. Evolución 1990-2000**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Número de compañías	867	868	801	763	652	615	606	667	872	1367	1.869
altas		85	22	11	21	19					539
bajas		84	89	49	132	56					37
<i>mercado continuo</i>	116	122	124	121	127	127	134	143	149	148	155
<i>viva voz</i>		746	677	642	525	488	472	520	723	1219	1.714
Capitalización											
(miles millones pta)	12.000	14.902,2	13.961,1	21.253,1	20.891,8	23.629,3	32.438,6	45.531,3	59.167,6	77.266,5	96.670,3
<i>mercado continuo</i>	9.770,0	12.508,4	12.193,8	19.705,9	19.316,1	21.929,1	30.539,7	43.090,6	55.420,8	69.840,5	78.376,2
<i>viva voz</i>	2.230,0	2.393,8	1.767,8	1.582,7	1.575,8	1.700,2	1.898,9	2.440,7	3.746,7	6.581,9	9.166,5
PIB a precios corrientes											
(miles millones pta)	53.720	59.332	66.385	65.711	65.556	72.633	78.797	81.091	87.183	93.672	100.826
Capitalización/PIB (%)	22%	25%	21%	32%	32%	33%	41%	56%	68%	82%	96%
Capitalización IBEX-35											
(miles millones pta)										48.749,2	51.064,0
Capitalización IBEX-35/PIB (%)										52,0	50,6

Fuente: elaborado a partir de datos de la CNMV.

mentalmente al proceso de fusiones bancarias observado en nuestro país. Finalmente cinco empresas españolas están presentes en el Euro Stoxx 50.

Otro dato revelador es la fuerte expansión en la evolución de ofertas públicas de venta de empresas en el mercado español y que mostramos en la tabla 5. Ciertamente, la crisis actual ha frenado estos números y retrasado, al menos temporalmente, la salida a bolsa de muchas compañías, con sólo una operación desde mayo del 2001. Lo cierto es que numerosas empresas que ya existían y que venían operando fuera de la bolsa han decidido su incorporación al mercado de valores a lo largo del periodo 1995-2000. Valga mencionar los ejemplos de Telepiz-

za, A. Domínguez, Inditex, Zeltia, Sogecable, Recoletos, Gamesa, ACS, Ferrovial o Bami como organizaciones importantes que se han ido incorporando al mercado de valores y que responden a un amplio abanico sectorial. Mención aparte merecen las grandes compañías privatizadas, a las que nos referimos más adelante. Esta tendencia a recalar más en el mercado para financiar el crecimiento de las empresas, refuerza el papel que los mecanismos de mercado pueden ejercer en el control de dichas empresas, propiciando de esta forma que el sistema de gobierno empresarial en su conjunto sea más receptivo a controles externos y a la amenaza de compras por terceros si el desempeño de estas sociedades y de sus gestores no es el correcto.

Cuadro n.º 5: **Ofertas públicas de venta en los mercados de capitales españoles (1995-2002)**

Empresa	Fecha	Empresa	Fecha
Aragonesas	20/02/1995	Parques Reunidos	26/05/1999
Repsol IV	10/04/1995	TPI	24/06/1999
Telefónica I	03/05/1995	Deutsche Telekom	28/06/1999
Repsol V	05/02/1996	Redesa	07/07/1999
Argentaria I	26/03/1996	Repsol VII	08/07/1999
Sol Meliá	21/06/1996	Sogecable	21/07/1999
Telepizza	08/11/1996	OHL	08/10/1999
Telefónica II	18/02/1997	Inmobiliaria Colonial	27/10/1999
Adolfo Domínguez	18/03/1997	Terra	17/11/1999
Repsol VI	07/04/1997	Amadeus II	24/05/2000
Cvne	17/07/1997	BBVA	24/05/2000
Bodegas Riojanas	30/09/1997	Deutsche Telekom	19/06/2000
Endesa II	29/10/1997	Prisa	27/06/2000
Iberpapel	17/11/1997	Zeltia	30/06/2000
Aceralia	24/11/1997	EADS	07/07/2000
ACS	21/11/1997	BSCH	11/07/2000
Dinamia	28/11/1997	Logista	17/07/2000
Argentaria II	26/01/1998	Tecnocom	24/07/2000
MIA	30/03/1998	Sos Arana	26/09/2000
Altadis	13/04/1998	Recoletos	26/10/2000
Superdiplo	30/04/1998	Gamesa	30/10/2000
Koipe	05/06/1998	KPN	17/11/2000
Endesa III	05/06/1998	Deutsche Post	19/11/2000
Europac	07/07/1998	Telefónica Móviles	21/11/2000
Paternina	16/09/1998	Bami	08/02/2001
Azkar	03/02/1999	Iberia	03/04/2001
Indra	23/03/1999	Inditex	23/05/2001
Ferrovial	05/05/1999	Enagás	26/06/2002

Fuente: Expansión, varios números.

2. Existe un alto grado de concentración de la propiedad en las empresas españolas, en general. Este hecho ya había sido apuntado en los resultados de la red europea sobre gobierno de la empresa y,

más concretamente, se mencionan las cifras de 32,13% como media de la participación accionarial directa del mayor accionista para el caso de las empresas no financieras españolas. Por otro lado,

cuando se calculan las cifras en términos de agrupaciones o bloques de voto o *voting blocks* en la terminología empleada por esta red de investigadores, dicha cifra se eleva al 39,93%. Si a esto añadimos las participaciones de otros grandes accionistas, vemos que en el caso español se supera rápidamente la línea del 50%. El cuadro n.º 6 expande los resultados anteriores para el período 1990-1998. En el mismo se puede apreciar cómo se mantiene la elevada concentración para las empresas españolas, tanto en términos de participaciones directas como en las corregidas con las participaciones indirectas o *voting blocks* que son las que se muestran en la tabla. No obstante, hay algunas precisiones que resultan de interés. En primer lugar, estas cifras son inferiores a las de la mayoría de países europeos, con la notable excepción del Reino Unido. En segundo lugar, la tendencia

temporal observada apunta a una disminución (relativa) del grado de concentración accionarial y así en el año 1998, la participación del mayor accionista en términos de *voting blocks* se ha reducido en cinco puntos y pasa a ser del 34,98%. En tercer lugar, queremos mencionar también la importancia de aquellos grandes accionistas distintos del mayor accionista. Así, en el caso español el tamaño medio del segundo mayor accionista ronda el 7-10%, cifra significativa que puede indicar la necesidad de establecer colaboraciones entre los grandes accionistas o la posibilidad incluso de que exista una cierta competencia entre ellos. De hecho, para el año 1998 se observa que es necesario el acuerdo de los cinco mayores accionistas para alcanzar la mayoría absoluta, cifra que en ejercicios anteriores se alcanzaba prácticamente con los dos mayores accionistas.

Cuadro n.º 6: **Porcentajes promedio de agrupaciones significativas de voto por años**

Año	C total	C1	C2	C3	C4	C5
1990	58.04	38.32	48.04	52.67	55.36	56.80
1991	60.60	39.68	49.78	54.62	57.34	58.89
1992	60.45	38.55	48.74	53.82	56.62	58.31
1993	63.20	40.67	50.88	56.28	59.32	61.07
1994	63.43	39.96	50.04	55.76	59.06	60.97
1995	63.51	39.93	49.85	55.57	58.92	60.93
1996	60.70	38.51	46.65	52.38	55.76	57.77
1997	58.24	37.98	45.05	50.19	53.41	55.52
1998	53.45	34.98	41.19	45.57	48.54	50.75

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la CNMV.

3. *Diferentes tipos de accionistas.* En lo que hace referencia a la identidad de los propietarios de las empresas, se siguen manteniendo los principales resultados encontrados en el 1995. Podemos distinguir las siguientes seis categorías de accionistas en el estudio: individuos o familias, bancos, intermediarios financieros no bancarios, el estado, empresas extranjeras y, finalmente, empresas no financieras. Como puede apreciarse en el cuadro n.º 7, la categoría de accionistas que cuenta con una participación mayor sigue siendo la de «empresas no financieras», con unas proporciones prácticamente constantes a lo largo del tiempo, seguidas por el bloque de «individuos y familias», aunque la importancia de éstos continúa cayendo debido probablemente a la mayor implicación de los ahorradores individuales en los fondos colectivos de inversión. Respecto a los

bancos, si bien en el estudio de finales de 1995 apuntábamos que los bancos parecían exhibir una tendencia a la venta de sus participaciones industriales, con una influencia decreciente, encontramos ahora que han recuperado algunas posiciones en las épocas de bonanza económica, probablemente debido a las elevadas rentabilidades que han aportado sus inversiones en bolsa durante ese período. La incorporación de datos más actuales, que incluyan la actuación de las entidades en una época de crisis como la actual vendrá a confirmar, probablemente, su menor implicación en la estructura de propiedad de las empresas españolas, corroborando los diferentes episodios de ventas de participaciones importantes de los últimos años.

Para el caso de las «empresas extranjeras» como propietarios, se mantiene su

Cuadro n.º 7: **Porcentajes promedio de agrupaciones de voto por tipo de accionista y año**

Año	Total	Bancos	Intermediarios financieros no bancarios	Empresas Extranjeras	Empresas no financieras	Estado	Individuos o familias
1990	58.04	10.50	5.14	9.89	22.02	2.75	17.64
1991	60.60	10.27	5.37	11.33	23.14	4.22	17.60
1992	60.45	10.63	5.02	11.67	22.46	4.56	17.77
1993	63.20	11.08	4.89	12.87	25.12	4.34	17.76
1994	63.43	10.37	5.15	13.73	25.64	4.00	18.28
1995	63.51	10.52	6.09	13.26	23.61	4.49	18.80
1996	60.70	11.64	6.11	12.83	22.42	4.99	17.65
1997	58.24	12.20	5.28	13.73	25.27	5.00	16.09
1998	53.45	12.83	6.10	13.53	24.43	2.29	14.62

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la CNMV.

tercer puesto con un porcentaje estable alrededor del 13%. En los análisis más detallados por tamaño de las empresas y sectores que se han llevado a cabo, observamos que dichas participaciones van dirigidas a sectores concretos y se puede interpretar que cuentan con vocación de control, ya que cuando recalculamos las cifras para aquellos valores que son distintos de cero, el porcentaje de su participación aumenta notablemente.

4. Respecto a *la participación del estado en empresas industriales*, el período de estudio 1990-1998 se caracteriza por una reducción muy notable de la participación estatal en empresas de servicios y en particular en muchas de las empresas que habían constituido monopolios históricos. De hecho, en el año 1998 se culmina la privatización de las mayores empresas públicas con la venta de los últimos tramos en poder del estado de las empresas Endesa, Argentaria y Tabacalera en los sectores eléctrico, bancario y ali-

mentación respectivamente. Ya en los dos años anteriores se había completado el proceso de venta en Telefónica y en Gas Natural y Repsol, por lo que el peso de las participaciones públicas en la propiedad de la empresa había caído notablemente. El cuadro n.º 8 refleja los cambios en la propiedad estatal de estas empresas. Estos procesos de privatización también han propiciado el auge del mercado de valores al permitir que se incorporen plenamente participaciones significativas de algunos de los mayores valores en bolsa, pudiendo cotizar ahora libremente y añadiendo liquidez al sistema. Iberia, la última gran empresa en poder del estado, culminó en abril del 2001 su salida a bolsa.

Una pregunta interesante, aunque sin respuesta detallada hasta el momento, hace referencia a los cambios observados en la estructura de propiedad de estas grandes empresas que constituyen un segmento muy importante del IBEX-35, así

Cuadro n.º 8: **Proceso de privatización de grandes empresas públicas: % propiedad del Estado**

Empresa	1990	1995	2000
Repsol	66.5	21	0 (Abril 97)
Telefónica	32	21.16	0 (1997)
Endesa	75.6	66.9	0 (Junio 98)
Argentaria	100	51.66	0 (1998)
Gas Natural		3.8	0 (1996)
Tabacalera	52.4	52.4	0 (Abril 98)

Fuente: elaboración propia.

como la relación con los resultados de las propias empresas y la actuación y remuneración de sus equipos directivos. En realidad, se ha producido una sustitución de la participación del estado por unos inversores institucionales que a menudo se han agrupado y constituido núcleos duros en las diferentes empresas. De hecho, ha sido el propio gobierno español quien, temeroso de que ciertas empresas nacionales puedan ser adquiridas por multinacionales extranjeras, ha propiciado en varias ocasiones la formación de dichos núcleos duros, a partir de grandes bancos o cajas de ahorro que permitan garantizar el carácter nacional de las empresas. Queda pendiente llevar a cabo un estudio pormenorizado de las consecuencias de estos cambios, tanto en lo que hace referencia a los precios y la calidad de los servicios como en lo que concierne a los temas de gobierno empresarial: estas empresas tienen un gran número de pequeños accionistas pero también unos grandes accionistas representados en el consejo de administración, en muchas ocasiones de forma mayoritaria, y que pueden ser influidos también por el gobierno y su regulación de las empresas privatizadas. De hecho, y en un contexto más amplio, esta situación abre la puerta a debates importantes ya que pueden ser adquiridas por grandes empresas internacionales (a la vez que ellas mismas pueden acudir a mercados internacionales con el objetivo de ganar tamaño). Casos recientes como el de Hidrocarburo, muestran la complejidad de una situación donde las ofertas proceden de empresas (en este caso de «Electricité de France») con un componente público innegable y donde la reciprocidad no se puede conseguir.

#### 4. EFICACIA DE LOS MECANISMOS INTERNOS DE CONTROL

En la relación entre accionistas y directivos, o entre accionistas mayoritarios y minoritarios, los contratos con conflictos de incentivos exigen esquemas, instituciones y soluciones organizativas que permitan mitigarlos. Holmstrom y Milgrom (1994) nos muestran que la elección de las soluciones mediante sistemas de incentivos dependen del grado en que la contribución de los individuos al resultado pueda ser medido. En un contexto de información asimétrica, donde la especialización de los directivos precisa de elevados grados de discrecionalidad, la forma de control y supervisión, y por tanto de mitigación del problema de agencia, está relacionada con la estructura de propiedad. Así, cuando el principal tiene implicados en la empresa grandes volúmenes de recursos, los incentivos a un control del comportamiento (por ejemplo, el esfuerzo) de los directivos son importantes, en la medida que ganancias de eficiencia redundan en su participación de los flujos económicos. Para empresas con fuerte dispersión de la propiedad, los incentivos al control de la actuación directiva son menores y los mecanismos de gobierno deben fundamentarse en el rendimiento más que en la observación del comportamiento.

Este razonamiento tiene su aplicación a dos fórmulas utilizadas para alinear intereses entre accionistas y directivos: la retribución y la sustitución de directivos. En ambos casos la relación se establece con medidas del desempeño, informativas del esfuerzo y habilidades de los directivos en la realización de sus actividades.



El interés se centra, en un caso, en la relación entre rentabilidad y remuneración como fórmula para alinear intereses. El estudio comparado entre Reino Unido y Estados Unidos de Conyon y Murphy (2000) resulta muy útil para destacar dicha relación. Sus resultados muestran como: (i) la retribución promedio en Estados Unidos es sensiblemente mayor que la cifra análoga en el Reino Unido, (ii) que el salario base representa una proporción muy reducida de la retribución total en Estados Unidos, (iii) que la retribución crece con el tamaño de la empresa y (iv) que la importancia del salario base decrece con el tamaño de la empresa. No obstante, el resultado más interesante del mencionado trabajo<sup>10</sup> es que la elasticidad de la remuneración de los directivos respecto a la variación de riqueza de los accionistas es 0,1213 para el Reino Unido y 0,2701 para Estados Unidos. Ello nos indica que un incremento del 10% en la rentabilidad de los accionistas viene acompañado de un 1,213% (2,701% para Estados Unidos) de incremento en la retribución de los ejecutivos. Una explicación de estos valores tan bajos está en la aversión al riesgo de los directivos. Incrementos en la sensibilidad de la remuneración al resultado introducen mayor riesgo que se debe compensar con mayores retribuciones. Ésta puede ser la justificación de una parte de las diferencias salariales observadas en el trabajo de Conyon y Murphy.

La cuestión que surge a continuación es preguntarse sobre la sensibilidad o

elasticidad de la remuneración de los directivos respecto a la variación de riqueza de los accionistas que se observa en los países de la Europa continental. Sencillamente, no hay una respuesta en términos similares a lo que los estudios empíricos muestran para los casos del Reino Unido y Estados Unidos debido a la falta de información. Algunos trabajos como Brunello, Graziano, y Parigi (2001) trabajan sobre muestras no representativas en Italia. Crespi y Gispert (2003) trabajan con datos de compensación global del consejo de administración para España, de forma similar a como proceden Elston y Goldberg (2002) para Alemania, y los supuestos introducidos hacen difícil la comparación con los resultados anglo-americanos. La falta de información sobre las compensaciones y la estructura de incentivos no permiten corroborar la hipótesis de que en los países de la Europa continental, la solución de supervisión directa, es decir, la observación del comportamiento predomina sobre los contratos basados en el rendimiento. Esta comparación será posible a medida que los legisladores impongan la obligación de información sobre la retribución de directivos en línea con los requerimientos de transparencia informativa de la SEC o de su equivalente británico.

La segunda fórmula mencionada para relacionar rentabilidad y actuación directiva se centra en la renovación o sustitución de directivos cuando se dan pobres resultados en la empresa. El mecanismo de sustitución por malos resultados actúa como incentivo ex ante en la medida que bajos niveles de esfuerzo conducen, con mayor probabilidad, a peores resultados

---

<sup>10</sup> Existen multitud de trabajos donde se relacionan y explican las retribuciones de directivos con variables relevantes de la empresa. Más concretamente, Kevin Murphy (1999) proporciona un buen resumen del estado de la cuestión de forma detallada.

y ello puede provocar la pérdida del cargo. A su vez, esta fórmula de disciplina sobre los directivos tiene un efecto potencial sobre su reputación y, por tanto sobre su valoración futura en el mercado de directivos.

Nuevamente, como ocurre en el caso de los incentivos por retribución, la estructura de propiedad, como aproximación al problema de agencia, influye sobre la potencia de este mecanismo al plantear la posible sustitución de la supervisión por rendimiento frente a la supervisión vía observación del comportamiento. Efectivamente, para entornos con mayores ratios de concentración de la propiedad, o con participaciones accionariales cruzadas entre empresas y con fuertes núcleos duros estables en el capital de las grandes sociedades cotizadas, la rotación de ejecutivos no debería ser tan sensible a variaciones en los resultados de la empresa como en aquellos sistemas de gobierno «desde fuera».

La evidencia empírica disponible es clara en la relación negativa entre sustitución y resultados económicos de la empresa. Gispert (1998) para una muestra de grandes empresas cotizadas en España señala como bajos niveles de rendimiento (de mercado, contable) provocan mayores tasas de rotación de consejeros ejecutivos, y que mayores niveles de concentración de propiedad disminuyen la rotación de consejeros cuando la rentabilidad es baja. Otro resultado interesante es que la rotación de consejeros ejecutivos no depende de la proporción de consejeros externos. Fernández, Gómez-Ansón, y Fernández-Méndez (1998) afirman, con un trabajo de corte transversal, que sí tie-

ne influencia la estructura del consejo. En un entorno de gobierno de control interno similar Lausten (2002) comprueba, para una muestra de empresas danesas, cómo la relación negativa entre resultados y sustitución de directivos se atenúa cuando las empresas son catalogadas como «controladas por una familia». En cambio Renneboog (2000) obtiene, para una muestra de empresas belgas, una relación débil entre resultados y rotación de ejecutivos, siendo esta relación más activa cuando los principales accionistas son empresas industriales.

Para el contexto británico y con empresas de tamaño mediano, Conyon y Nicolitsas (1998) concluyen que la relación entre rotación del máximo ejecutivo y la rentabilidad de la empresa es negativa, la cual se cumple también para descensos de la tasa de crecimiento de ventas. Por su parte, Cosh y Hughes (1997) explican probabilidades de sustitución sensiblemente menores para grandes empresas.

En definitiva, la sustitución de directivos se presenta como una forma de supervisión para las empresas con malos resultados. La comparación entre países y sistemas de gobierno no es inmediata, puesto que las formas de medir la rotación de los cargos ejecutivos de las empresas, o lo que se considera corrección por tasa natural de abandono de directivos y el cómputo o no de los motivos de sustitución presentan una elevada heterogeneidad en los datos.

Otras variables organizativas, como la proporción de ejecutivos en el Consejo de Administración o el hecho que el máximo ejecutivo desempeñe el cargo del

presidente del consejo de administración o no se presentan, entre otros como factores susceptibles de explicar la potencia del mecanismo, si bien no todos los resultados apuntan en la misma dirección.

## 5. CONCLUSIÓN

Como se puede observar, la estructura de propiedad de las empresas ha constituido una fuente importante de trabajos teóricos y empíricos que ilustran la relación de este mecanismo interno con los resultados de la empresa. Se da la circunstancia que en Estados Unidos, Inglaterra y Japón, países que más estudios han aportado, tienen una serie de características distintas de la gran mayoría de países europeos. Estas diferencias en la estructura de propiedad permiten separar, claramente, los modelos del Reino Unido y Estados Unidos de la Europa continental, aunque en esta última también existan matices importantes, como la evidente concentración de la estructura de propiedad que puede afectar claramente al problema de supervisión. También es destacable la presencia de agrupaciones familiares, el papel de los trabajadores o empleados en la toma de decisiones en ciertos países europeos (aunque tampoco aquí existe uniformidad entre los países), y la decreciente importancia del estado como accionista. De aquí que se plantee la necesidad de conocer en mayor profundidad la situación europea y ver hasta qué punto el marco teórico predominante, de gran atomización de la estructura de propiedad y preponderancia de los mecanismos de mercado que se traduce en el conflicto entre

directivos y pequeños accionistas puede trasladarse al contexto europeo, sin aplicar las necesarias modificaciones.

Este fue el origen de la ECGN, *European Corporate Governance Network*, creada a mediados de los años noventa y que, como primer paso, se planteó el estudio de la estructura de propiedad y sus problemas para las empresas europeas.

Respecto al caso español, su evolución incluye el proceso de privatización de la segunda mitad de la década de 1990, el fuerte crecimiento de las bolsas de valores, con nuevas incorporaciones de títulos y la creciente importancia relativa de la capitalización bursátil en el conjunto de la economía. Que las empresas no financieras se erijan como el principal grupo de accionistas de las sociedades cotizadas, así como la existencia de núcleos duros y mayores tasas de concentración en determinados sectores de actividad son otras de las características destacables que condicionan las formas de gobierno de las empresas españolas.

Finalmente, a pesar de que estos estudios han sido novedosos y hemos utilizado para ellos toda la información pública contenida en la CNMV, queremos señalar la presencia de limitaciones en los mismos. En este sentido, sería importante contar con información más detallada en lo que concierne a la estructura de propiedad de las empresas para aquellos porcentajes de declaración no obligatoria, así como sobre la identidad de los propietarios últimos que ayudara a la identificación de los posibles *holdings* empresariales. Por otro lado, si bien pen-

samos que el uso de las pirámides empresariales no es generalizado en el caso de las empresas españolas que cotizan en bolsa, sería interesante contar con mejor información de los acuerdos de voto entre los propietarios.

Como ya se ha apuntado anteriormente, creemos que la elevada propiedad directa junto con el papel que jugaban el estado, las empresas extranjeras en ciertos sectores y los bancos (junto con su control por el Banco de España) es tan importante para el caso de empresas cotizadas españolas que no concede un carácter tan relevante el uso de los «*voting blocks*», ni hace tan problemático nuestro desconocimiento de una parte de los propietarios últimos. Las distorsiones que observamos entre los flujos de derechos a flujos de caja y los de derecho a voto no parecían, insistimos para el caso español, tan importantes como lo observado en otros contextos europeos en el año 1996. Ahora bien, esta situación puede

cambiar si se produce, por un lado, una entrada importante de empresas en el mercado de valores y, por otro lado, una retirada de bancos y estado como accionistas significativos de las empresas.

Cuando la estructura de propiedad no facilita por sí misma los mecanismos de supervisión y control de la discrecionalidad directiva, los controles directos mediante arreglos contractuales se erigen como un mecanismo complemento. Los contratos de incentivos con retribuciones variables son frecuentes en el Reino Unido y Estados Unidos, pero carecemos de la evidencia al respecto en el caso europeo, debido a la carencia de información existente. Los mecanismos de sustitución de directivos cuando las empresas obtienen malos resultados parecen comportarse de acuerdo con las predicciones teóricas: se observan mayores tasas de sustitución ante peores resultados, lo cual es aplicable al conjunto de empresas cotizadas en las bolsas españolas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGRAWAL, A. y C. KNOEBER (1996): «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, 3, 377-397.
- AOKI, M. y H. PATRICK, (eds) (1994): *The Japanese Main Bank System: Its relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- BARCA, F. y M. BECHT (eds) (2001): *The Control of Corporate Europe*, 2001. Oxford University Press.
- BERLE, A. y G. MEANS (1932): *The Modern Corporation and the Private Property*, Mac Millan Publishing Co., New York.
- BØHREN, Ø. y B. ØDEGAARD, (2001): «Corporate Governance and Economic Performance: A Closer Look», mimeo.
- BRUNELLO, G., C. GRAZIANO y B. PARIGI (2001): «Executive Compensation and Firm Performance in Italy», *International Journal of Industrial Organization*, 19, 133-161.
- CONYON M. y K. MURPHY (2000): «The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom» *The Economic Journal*, 110, 640-671.
- CONYON, M. y NICOLITSAS, D., (1998): «Does the Market for Top Executives Work? CEO Pay and Turnover in Small UK Companies». *Small Business Economics* 11, 145-154.
- COSH, A. y A. HUGHES, (1997): «Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings». *International Journal of Industrial Organization* 15, 469-492.
- CRESPÍ, R. y M. A. GARCÍA-CESTONA (2001): «Ownership and Control of Spanish Listed Firms» en Barca, F., Becht, M.(eds): *The control of Corporate Europe*. Oxford University Press.
- CRESPÍ, R. y C. GISPERT (2003): «Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies». *Review of Labour Economics and Industrial Relations* en prensa, 17:1.
- CRESPÍ, R., M.A. GARCÍA-CESTONA y V. SALAS (2002): «Governance Mechanisms in Spanish Banks. Does Ownership Matter?», UAB-Working Paper, 7-2002.
- DEJONG, A., R. KABIR, T. MARRA, y A. ROELL. (2001): «Ownership and Control in the Netherlands» in Barca y Becht, (eds.): *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press.
- DEMSETZ, H. y K. LEHN (1985): «The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences». *Journal of Political Economy*, 93:1155-1177.
- DEMSETZ, H. y B. VILLALONGA (2001): «Ownership Structure and Corporate Performance». *Journal of Corporate finance*. 7, 209-233.
- ELSTON, J. A. y L. GOLDBERG (2002): «Executive Compensation and Agency Costs in Germany», *Journal of Banking and Finance*, en prensa.
- FAMA, E. F. (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm». *Journal of Political Economy*, 88, 288-298, 306-307.
- FAMA, E. F. y M. JENSEN (1985): «Organizational Forms and Investment Decisions». *Journal of Financial Economics*, 14, 101-119.
- FERNÁNDEZ, A.I, S. GÓMEZ-ANSÓN y C. FERNÁNDEZ-MÉNDEZ (1998): «El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso Español». *Investigaciones Económicas*. 22 (3), 501-516.
- GARCÍA-CESTONA, M. (1996): «La Relación Banca-Industria», cap. 3 of «*Competir en Europa*». Fundación Empresa y Ciencia. Ariel, Barcelona.
- GEDAJLOVIC, E. y D. SHAPIRO (1998): «Management and Ownership Effects:Evidence from Five Countries». *Strategic Management Journal*, 19, 533-553.
- GISPERT, C. (1998): «Board Turnover and Firm Performance in Spanish Companies», *Investigaciones Económicas*, 22 (3), 517-536.
- HANAZAKI, M. y A. HORIUCHI (2000): «Is Japan's Financial System Efficient?», *Oxford Review of Economic Policy*, 16, 2.
- HANSMANN H. (1996): «*The Ownership of Enterprise*». The Belknap Press of Harvard University Press.
- HANSMANN H. (1998): «Ownership of the Firm». *The New Palgrave of Law and Economics*.
- HELLWIG, M. (2000): «On the Economics and Politics of Control Finance and Corporate Control», en *Corporate Governance*, edit. X. Vives, Cambridge University Press, 95-134.
- HOLMSTROM, B. y P. MILGROM (1994). «The Firm as an Incentive System» *American Economic Review*, 84, 4, 972-991.
- HOSHI, T., A. KASHYAP y D. SCHARFSTEIN (1990): «The Role of Banks in Reducing the costs of Financial Distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27 (1).

- JENSEN, M. y W. MECKLING (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- LAUSTEN, M. (2002): «CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms». *International Journal of Industrial Organization* 20 (2002) 391-414.
- LEECH, D. y J. LEAHY (1991): «Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies», *The Economic Journal*, 101, 1418-1437.
- LEHMANN, E. y J. WEIGAND (2000): «Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany», *European Finance Review*, 4, 157-195.
- LOPEZ ITURRIAGA J. y RODRÍGUEZ SANZ (2001): «Ownership Structure Corporate Value and Firm Investment. A Simultaneous Equation Analysis of Spanish Firms». *Journal of Management and Governance*, 5, 179-207.
- McCONNELL, J. J. y H. SERVAES (1990): «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value», *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- MOERLAND, P.W. (1995): «Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems». *Journal of Economic Behavior and Organization*, 26, 17-34.
- MORCK, R., M. NAKAMURA y A. SHIVDASANI (2000): «Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan». *Journal of Business*, 73, 539-567.
- MORCK, R., A. SHLEIFER y R. VISHNY (1988): «Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- MURPHY, K. J. (1999): «Executive compensation», en (O. Ashenfelter and D. Card, eds.) *Handbook of Labor Economics*, 3. Amsterdam: North Holland.
- PAGANO, S. y P. VOLPIN (2002): «Managers, Workers and Corporate Control». ECGI Working paper, 1.
- PROWSE, S. (1992): «The Structure of Corporate Ownership in Japan». *The Journal of Finance*, 47, 1121-1140.
- PROWSE, S. (1997): «The Corporate Governance System in Banking: What do We Know?», *Bnl Quarterly Review*, March, 11-40.
- PURROY, P. y V. SALAS (2000): «Strategic Competition in Retail Banking Under Expense Preference Behavior», *Journal of Banking and Finance*, 809-824.
- RAJAN, R. (1992): «Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm's-Length Debt», *Journal of Finance*, 1367-1400.
- RENNEBOOG, L. (2000): «Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange». *Journal of Banking and Finance*, 24, 12, 1959-1995.
- SALAS FUMÁS, V. (1999): «El Gobierno de la Empresa». Centre d'Economia Industrial, Barcelona.
- SHLEIFER A. y R. VISHNY (1997): «A Survey of Corporate Governance» *Journal of Finance*, 52, 2, 737-783.
- SHLEIFER, A. y R. VISHNY (1986): «Large Shareholders and Corporate Control». *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- TIROLE, J. (2001): «Corporate Governance», *Econometrica*, 69 (1), 1-35.
- WEINSTEIN, D. y Y. YAFEH (1998): «On the Costs of a Bank-centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan», *Journal of Finance*, 53, 2.
- WOIDTKE, TRACIE (2002): Agents Watching Agents? Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value». *Journal of Financial Economics*, 63, 1, 99-131.
- ZOIDO, M.E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionarias de los bancos en las empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, 22 (3), 427-467.