

# **Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002**

*Domingo Javier Santana Martín  
Inmaculada Aguiar Díaz*

**Dirección de Estudios y Estadísticas**  
**Monografías No. 5**  
Marzo 2004





**PROPIEDAD Y BLINDAJE DE LAS EMPRESAS  
COTIZADAS ESPAÑOLAS. 1996-2002**

Domingo Javier Santana Martín

Inmaculada Aguiar Díaz

Marzo 2004

Dirección de Estudios y Estadísticas  
Comisión Nacional del Mercado de Valores  
Monografías nº 5. 2004

Domingo Javier Santana Martín e Inmaculada Aguiar Díaz son Doctores en Ciencias Económicas y Empresariales y Profesores del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 84-87870-38-4

Depósito legal: M-14.283-2004

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición  
Talisio, 9. 28027 Madrid

## RESUMEN

En los últimos años ha adquirido una especial relevancia, en el estudio del gobierno corporativo, la incidencia del sistema legal en la configuración y eficacia de los diferentes mecanismos de control, dando lugar a una corriente de trabajos enmarcados en la literatura *Law and Finance*. En este contexto, las predicciones teóricas dibujan en los países de origen legal civil, entre los que se encuentra España, una estructura de gobierno caracterizada, entre otros aspectos, por la presencia de una elevada concentración de propiedad, la existencia de manera destacada de grupos familiares en el control de las grandes corporaciones y la utilización significativa de medidas defensivas. Con el fin de constatar dichas predicciones, hemos analizado la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas españolas a través de la metodología de definición de las "cadenas de control" con el objeto de determinar la participación y la identidad de los principales accionistas de dichas empresas. Por otro lado, con el objetivo de determinar el nivel defensivo de las empresas cotizadas españolas, hemos recopilado sus estatutos sociales y elaborado un índice de blindaje a partir de las disposiciones defensivas encontradas en dicha normativa específica de gobierno. Los resultados obtenidos muestran una participación en los derechos de voto del principal accionista que se sitúa en torno al 29 por ciento y una presencia destacada en el control de grupos familiares, que a finales de 2002 controlan el 52.7 por ciento de las empresas no financieras cotizadas. En cuanto al nivel de blindaje, los resultados reflejan una tendencia creciente de la utilización de disposiciones defensivas, de manera que a finales de 2002 el 43.7 por ciento de las empresas cotizadas españolas contaban en sus estatutos sociales con al menos una medida defensiva.



# ÍNDICE

- 1. INTRODUCCIÓN**
- 2. LA CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD**
  - 2.1. Sistema legal y estructura de propiedad
  - 2.2. La naturaleza del accionista controlador como dimensión de la estructura de propiedad
  - 2.3. Metodología: definición de las cadenas de control
    - 2.3.1. Tipología de los propietarios finales
    - 2.3.2. Determinación de la muestra y fuentes de información
  - 2.4. El último propietario de las empresas cotizadas españolas
    - 2.4.1. Tamaño y naturaleza del propietario
    - 2.4.2. Sector y naturaleza del último propietario
- 3. LAS DISPOSICIONES ESTATUTARIAS DEFENSIVAS**
  - 3.1. Sistema legal y disposiciones estatutarias de blindaje
  - 3.2. Las medidas defensivas
  - 3.3. Construcción de la base de datos
    - 3.3.1. Muestra y fuentes de información
    - 3.3.2. Disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. Elaboración de un "índice de blindaje"
  - 3.4. El blindaje de las empresas cotizadas españolas
    - 3.4.1. Medidas estatutarias defensivas y concentración de propiedad
- 4. CONCLUSIONES**
- 5. ANEXO**
- 6. REFERENCIAS**



## 1. Introducción

Entre los distintos elementos que configuran el sistema de gobierno corporativo de las empresas cotizadas españolas, la propiedad y el blindaje, contenido en los estatutos sociales, son dos aspectos de su estructura de control cuyo análisis, desde una perspectiva externa a la empresa, implica una gran dificultad. Así, la determinación del conjunto de relaciones de propiedad es una tarea complicada, debido fundamentalmente a la utilización de estructuras complejas que no permiten identificar de manera directa la participación y naturaleza de los accionistas controladores. Por otro lado, la no obligatoriedad de las empresas cotizadas de ofrecer de manera completa y periódica las normas que rigen el gobierno de las mismas, hace que el blindaje contenido en los estatutos de las sociedades cotizadas españolas sea uno de los aspectos de su gobierno menos conocido. De esta forma, a partir de la construcción de dos bases de datos, el presente trabajo refleja la configuración de ambos elementos determinantes del control de las empresas cotizadas españolas, en un intervalo de tiempo (1996-2002) caracterizado por un significativo desarrollo del mercado bursátil español y la incorporación al mismo de un número elevado de pequeños accionistas, derivado entre otras razones, del proceso de privatización de empresas públicas.

Concebida la estructura de propiedad como mecanismo de gobierno, resulta de especial trascendencia el estudio de la misma, desde la perspectiva de los derechos de voto que comporta sobre las decisiones relevantes de la empresa. De ahí que en el presente trabajo, a diferencia de estudios precedentes referidos al caso español, (Galve y Salas, 1992; González y Menéndez, 1993 y Crespi, 1997; entre otros), cuantificamos la participación en los derechos de voto de los principales accionistas e identificamos la naturaleza de los mismos, ya que ambas dimensiones de la propiedad pueden influir en el comportamiento corporativo. Para ello, nos basamos en la metodología de determinación de las cadenas de control propuesta por La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999), cuyo objetivo principal es identificar al último propietario que se encuentra en el eslabón final de las relaciones de propiedad que son utilizadas en el control de las empresas. Los trabajos que a nivel internacional desarrollan dicha metodología, y en los que se incluyen muestras de sociedades españolas (La Porta *et al.*, 1999 y Faccio y Lang, 2002), reflejan la existencia de elevados niveles de concentración de los derechos de voto, la presencia destacada de grupos familiares en el control de las sociedades cotizadas y la utilización de estructuras de propiedad complejas como pueden ser las piramidales. La metodología de identificación del último propietario no aporta nueva información en relación con la existencia de una elevada concentración de propiedad entre las empresas cotizadas españolas. Sin embargo, su utilización saca a la luz nuevos datos sobre la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad, es decir, en relación con la naturaleza de aquellos que las controlan. Así, Faccio y Lang (2002) muestran que en España el 62.03 por ciento de las sociedades no financieras cotizadas son familiares, resultado que difiere de manera significativa del 26.1 por ciento aportado en el trabajo de Galve y Salas.

En el presente estudio tratamos de profundizar en el análisis de la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas, con el objetivo de responder a dos cuestiones que permanecen abiertas en los estudios anteriores. La primera, se encuentra relacionada con el periodo de análisis de los trabajos de La Porta *et al.*

(1999) y Faccio y Lang (2002). Así, en el primero se utilizan datos que hacen referencia a finales de 1995 y en el segundo, a finales de 1997, de forma que analizan la propiedad de un único periodo, bajo la premisa de que las estructuras de propiedad no cambian de manera significativa a lo largo del tiempo. Sin embargo, nos parece relevante estudiar si efectivamente, para el caso español, el control de las empresas cotizadas no experimenta cambios importantes; en especial, cuando los estudios precedentes hacen referencia a un periodo anterior a la privatización de un conjunto destacado de empresas de propiedad pública. Por esta razón, analizamos la estructura de propiedad de una muestra de sociedades cotizadas españolas entre los años 1996 y 2002. La segunda cuestión, está relacionada con la metodología utilizada por Faccio y Lang. Estos autores califican a una empresa como familiar cuando encuentran que la misma está controlada por una sociedad no cotizada, y no logran identificar al propietario de esta última, asumiendo que el mismo es probablemente un individuo o familia<sup>1</sup>. Por nuestra parte, consideramos oportuno identificar al principal accionista de las empresas no cotizadas, cuando éstas son los principales accionistas de sociedades cotizadas españolas, con el objeto de dibujar en su totalidad la cadena de control de una empresa como única forma de determinar de manera rigurosa al último propietario de los derechos de voto, y por tanto, de poder calificar de manera más apropiada a una empresa como familiar.

Por otra parte, dado que el ejercicio de los derechos de voto puede estar condicionado por la existencia de una normativa específica de gobierno, que influya en la capacidad de un accionista para ejercer el control sobre la sociedad, resulta de especial interés completar el análisis de la estructura de propiedad con el estudio de los estatutos sociales, y en especial, de las disposiciones estatutarias defensivas, las cuales tratan de mantener las posiciones de los actuales agentes internos en el control de la toma de decisiones. En la literatura empírica encontramos escasos trabajos que cuenten entre sus objetivos con el análisis del nivel de utilización de medidas defensivas. Entre los mismos, podemos encontrar los estudios de Danielson y Karpoff (1998) y Gompers, Ishii y Metrick (2001) para el caso de empresas americanas y el trabajo a nivel internacional<sup>2</sup> de Nenova (2003). Sus resultados muestran la presencia de una tendencia creciente en el uso de medidas de blindaje, así como la mayor utilización de las mismas en los países con una menor protección por parte del sistema legal de los intereses de los inversores externos.

De esta forma, el presente estudio tiene como segundo objetivo dar a conocer las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. Para ello, analizamos el nivel de disposiciones de blindaje utilizadas por dichas sociedades en sus estatutos, la tipología de las medidas defensivas y su evolución entre los años 1996 y 2002. Nuestro objetivo se centra en responder a cuestiones no resueltas hasta el momento, tales como: ¿cuál es el número de empresas españolas cotizadas que adoptan en sus estatutos disposiciones defensivas?, ¿cuál es el nivel defensivo de dichas empresas, y qué tipo de disposiciones son utilizadas por las mismas?, ¿cuál es la tendencia seguida en los últimos años por las sociedades cotizadas españolas en relación con el nivel defensivo contenido en sus estatutos sociales? Para dar respuesta a dichas cuestiones, hemos recurrido a dos fuentes primarias de información, con el fin de elaborar una base de datos en la que se recogen las disposiciones estatutarias defensivas vigentes entre 1996 y 2002. Así, en primer lugar, hemos solicitado los estatutos a las propias empresas, siendo muy escaso el nivel de respuesta obtenido. Este hecho conlleva, que la segunda y fundamental fuente de información sea los estatutos sociales depositados en los distintos registros mercantiles provinciales en los que se encuentran domiciliadas las sociedades cotizadas.

---

<sup>1</sup> En el estudio de Faccio y Lang (2002), en el caso de las empresas españolas analizadas, en torno al 90% de los propietarios calificados como familiares son sociedades no cotizadas.

<sup>2</sup> En la muestra utilizada no se encuentran empresas españolas.

La presente monografía se desarrolla en dos apartados principales. El primero, dedicado al estudio de la estructura de propiedad, en el que analizamos la participación en los derechos de voto de los principales accionistas y determinamos la naturaleza de dichos propietarios. El segundo, centrado en el análisis del nivel defensivo contenido en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas, en el que elaboramos un índice de blindaje y estudiamos la tipología de las disposiciones defensivas utilizadas por dichas empresas. En cada uno de los apartados, se exponen las justificaciones teóricas basadas en la literatura *Law and Finance* que motivan el presente trabajo, se describe la metodología seguida para la construcción de las bases de datos, y se muestran los resultados obtenidos. Por último, exponemos las principales conclusiones extraídas del estudio.



## 2. La concentración de propiedad

Una gran parte de los trabajos enmarcados en el estudio del gobierno corporativo, y en especial aquellos que han analizado la estructura de propiedad de las empresas, se encuentran unidos a la imagen de propiedad dibujada por Berle y Means (1932:4): “[...] la empresa es un medio por el cual la riqueza de innumerables individuos ha sido concentrada en un enorme agregado a través del cual el control de ésta ha sido cedido a una única dirección”. De esta forma, Berle y Means argumentan que el resultado lógico del desarrollo corporativo conlleva la presencia de “propiedad de riqueza sin un control apreciable y al control de riqueza sin una propiedad apreciable”.

Sin embargo, numerosos estudios reflejan, incluso en las grandes corporaciones de los países más desarrollados, que la presencia de estructuras de propiedad difusa no es tan general como predicen los argumentos de Berle y Means. Así, numerosos trabajos revelan la importancia de estructuras de propiedad concentrada en la que uno o muy pocos accionistas significativos ejercen un nivel de control destacado en las empresas cotizadas (Demsetz, 1983; Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Holderness y Sheehan, 1988; Galve y Salas, 1992; Holderness, Kroszner y Sheehan, 1999; La Porta *et al.*, 1999; Pedersen y Thomsen, 1999; Claessens, Djankov y Lang, 2000 y Faccio y Lang, 2002, entre otros).

La importancia de la presencia, entre las grandes empresas, de una estructura de propiedad concentrada viene determinada, no sólo porque afecta al comportamiento económico actual de la empresa, sino que además incide en su continuidad ya que, como afirman Fama y Jensen (1983), la supervivencia de un modelo organizativo particular en una determinada actividad, dependerá de la capacidad de distribuir los productos demandados al precio más bajo, cubriendo sus costes, en los que debemos incluir no sólo los soportados por la utilización de los recursos corporativos sino a los que debemos añadir los costes de agencia derivados de las relaciones contractuales.

La búsqueda de una estructura contractual apropiada se centra, para Fama y Jensen (1983), en determinar cuando es más eficiente que las funciones de dirección, control y toma de riesgos, se encuentren combinadas o separadas. De manera que, será el grado de dispersión del conocimiento, específico y costoso de transmitir, relevante para la toma de decisiones, el elemento que determine la mayor o menor eficiencia de la separación de las funciones antes mencionadas. Por tanto, en las organizaciones complejas, es decir, en las que el conocimiento específico suele estar fuertemente distribuido por todos los niveles de la organización, será eficiente la separación. Es en las organizaciones no complejas, en las que el conocimiento específico está en manos de muy pocos agentes, donde es más eficiente combinarlas. Este tipo de organizaciones suelen ser pequeñas, aunque la relación, como los propios autores afirman, entre tamaño y complejidad no es siempre perfecta.

Por otro lado, la existencia de diferentes estructuras organizativas, con distintas formas de utilización de los recursos corporativos y estructuras de propiedad, y por tanto, con diferentes niveles de costes de producción y control, puede verse como el resultado endógeno de un proceso de maximización. De esta forma, Demsetz

(1983) argumenta que, con los límites impuestos por las condiciones técnicas y de mercado, la estructura de propiedad es reflejo del equilibrio entre las preferencias de los inversores, más o menos interesados en la diversificación de sus capitales o en tomar responsabilidades de control, y las preferencias de los directivos más o menos interesados por los "consumos" en el trabajo, o por una compensación más líquida. Para este autor, no es razonable suponer que las estructuras de propiedad difusa tengan como objetivo la utilización de los recursos corporativos para la destrucción de valor, pero igualmente, no es razonable suponer que activos potencialmente valiosos no sean eficazmente controlados por algún grupo de propietarios en su propio interés, ya que, cuando los intereses juegan un papel importante en el comportamiento económico, es imprudente creer que los accionistas entreguen sistemáticamente el control a directivos que estén guiados por intereses contrarios.

En relación con la continuidad de las estructuras de propiedad, Shleifer y Vishny (1986) sugieren que, una vez formado un paquete significativo de acciones, es improbable que éste se disperse ante un cambio en el control de la empresa, concluyendo que las participaciones significativas tienden a ser transmitidas antes que disipadas. Por otra parte, Denis y Denis (1994), analizando los posibles factores determinantes de la propiedad, encuentran que ésta se relaciona en mayor medida con los atributos de sus propietarios que con las características corporativas, de manera que, ante cambios en la identidad de los accionistas controladores, los bloques de acciones tienden a destruirse. Además, su estudio refleja una relación significativa entre la menor implicación del accionista controlador en la dirección con la reducción de su participación en la propiedad, evidencia que soporta los argumentos de Demsetz (1983). Además, Denis y Denis (1994) encuentran evidencia de que las estructuras de propiedad más concentradas son más eficientes cuando una gran cantidad de conocimiento específico relevante se encuentra en manos de pocos individuos, como es el caso de las empresas controladas por fundadores o grupos familiares, resultados que se encuentran en consonancia con los argumentos de Fama y Jensen (1983) comentados anteriormente.

## 2.1. Sistema legal y estructura de propiedad

Recientemente, surge un importante cuerpo de estudios, enmarcados en la literatura *Law and Finance*, que centran su atención en el entorno legal como factor determinante del sistema de gobierno, analizando de manera explícita el grado de eficacia del sistema legislativo en el control de las relaciones de agencia establecidas en las instituciones económicas y, especialmente, en la defensa de los intereses de los inversores externos. De manera que el nivel defensivo proporcionado por el entorno legal se configura como un factor determinante de la estructura de propiedad utilizada por las empresas<sup>3</sup>.

Así, el estudio de Bebchuk (1999) sugiere una mayor presencia de estructuras de propiedad concentrada en los países donde la riqueza de los accionistas minoritarios se encuentra escasamente protegida por el sistema legal ya que, para este autor,

---

<sup>3</sup> La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1998) analizan, a nivel internacional, el grado de protección de los intereses de los inversores externos proporcionado por la legislación. Distinguiendo dos tipos de orígenes o familias legales: *common law*, cuyo origen se encuentra en el derecho anglosajón, y *civil law*, basada en los principios establecidos por el derecho romano. Dentro de esta última se observan tres vertientes, la francesa (en la que se encuentra España), la germana y la escandinava. Su estudio revela un mayor el nivel de protección en los países de origen legal anglosajón, mientras que son los países de la familia *civil law* los que ofrecen una menor salvaguardia, y dentro de éstos, la defensa más débil de los inversores externos se encuentra en la legislación de origen francés.

los beneficios privados del control están relacionados con dicha protección. Por su parte, Shleifer y Wolfenzon (2000) centran su estudio en la estructura del mercado de capitales, estableciendo que, ante una mayor defensa de los intereses de los accionistas, dichos mercados estarán más desarrollados y existirá una menor concentración de propiedad.

De manera más reciente, Burkart, Panunzi y Shleifer (2002) desarrollan un estudio en el que se pretende dar soporte a los modelos de separación entre propiedad y control. Partiendo del origen familiar de las empresas, argumentan que es el grado de protección legal de los accionistas externos el factor crucial para hacer atractiva, por parte de la familia, la delegación de la dirección y la venta de sus acciones. En su trabajo, los dos paradigmas básicos del gobierno corporativo, el conflicto entre accionistas y directivos (propio de los países anglosajones), y el conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios (propio del resto del mundo), son vistos como casos especiales de un único modelo de sucesión directiva, en el cual el fundador de la empresa debe decidir simultáneamente si contratar a un directivo externo y cuántas acciones llevar al mercado para que floten libremente, de manera que ambas decisiones son tomadas en función del grado de protección del entorno legal. Sus resultados determinan la presencia de empresas de propiedad atomizada y la cesión del control a directivos profesionales en los países de alta protección, la delegación de la dirección reteniendo una parte significativa de la propiedad en los países de protección intermedia y, por último, la permanencia de las familias en la dirección y la propiedad en los países con escasa protección legal a los accionistas minoritarios.

## **2.2. La naturaleza del accionista controlador como dimensión de la estructura de propiedad**

La presencia de accionistas significativos en el control de las empresas implica que sea relevante analizar la posible incidencia de la naturaleza de esos propietarios en el comportamiento corporativo, ya que el uso del poder que confiere la propiedad puede diferir de manera significativa dependiendo de quién ostente dicho poder. De ahí que los objetivos del denominado por Cuervo (2002) "núcleo de accionistas" pueden no coincidir con los intereses de los accionistas minoritarios, de la misma forma que difieren, en las estructuras de propiedad atomizada, los intereses entre accionistas y directivos. La existencia de estructuras de propiedad concentrada no limita la importancia del sistema de gobierno, ya que sigue existiendo un conflicto entre propiedad y control, sino que modifica los titulares esenciales de las relaciones de agencia que se definen en el marco corporativo; hecho que traslada el conflicto que debe limitar la estructura de gobierno a la expropiación que pueden realizar los accionistas controladores de la riqueza de los propietarios minoritarios.

Ante la determinación de estructuras de propiedad caracterizadas por un amplio grado de concentración puede ser relevante explorar la dimensión cualitativa de dicha estructura, es decir, estudiar la tipología del accionista controlador. En esta línea, Morck, Shleifer y Vishny (1988) apuntan, en referencia al posible atrincheramiento de los internos, que dicho problema no es únicamente consecuencia del poder de voto, sino que aspectos como la antigüedad en la empresa, el carácter de fundador o la personalidad pueden determinar el control de los agentes internos en la toma de decisiones. Argumento que siguen Fernández y Gómez (1998:142) al afirmar que: "[...] el poder de voto de los internos no depende únicamente de su participación accionarial sino, también, de otros factores como la pertenencia a un grupo familiar, la especial habilidad de los internos para atrincherarse, o el papel supervisor ejercido por otros grupos accionariales en el consejo de administración, que pueden influir significativamente en la capacidad de atrincheramiento de los gestores".

De esta forma, los aspectos cualitativos, que pueden ir unidos al nivel de propiedad, pueden tener una especial trascendencia a la hora de determinar los conflictos de agencia a los que debe hacer frente una corporación. En esta línea, Galve y Salas (1995:120) afirman: "la naturaleza de los accionistas que controlan la sociedad puede influir sobre los resultados, tanto a través de diferencias en los objetivos que persiguen, los cuales se trasladan a las empresas bajo su control, como a través de los costes de agencia a que dan lugar los contratos que buscan mantener la cohesión del grupo o los que sirven para regular el conflicto con otros colectivos minoritarios". En este mismo sentido, Thomsen y Pedersen (2000:689) argumentan que la identidad del propietario es una dimensión de la estructura de propiedad importante, aunque olvidada, ya que, "Mientras la concentración de propiedad mide el poder de los accionistas de influir en los directivos, la identidad de los propietarios tiene implicaciones en sus objetivos y en la forma en la que ellos ejercen su poder [...]".

Por tanto, identificar de la manera más precisa posible la identidad de aquellos que ejercen el control de la toma de decisiones, se convierte en una tarea de gran utilidad para comprender en mayor medida, y estudiar de manera más apropiada, los conflictos de agencia a los que debe hacer frente el sistema de gobierno de las empresas cotizadas españolas.

### **2.3. Metodología: definición de las cadenas de control**

La determinación de las relaciones de propiedad de una empresa es una tarea complicada, y en muchas ocasiones imposible de completar desde el ámbito externo a la organización, debido fundamentalmente a la utilización de estructuras complejas que no pueden definirse únicamente con la información suministrada por los organismos oficiales. Esto ocurre especialmente en países como España en los que el nivel de transparencia se sitúa por debajo del alcanzado por otros países desarrollados, en especial por los de origen anglosajón.

La ausencia de especificación de una parte de las relaciones de propiedad puede llevarnos a un doble error. Por un lado, otorgar un nivel de participación a un accionista que no se corresponde con el que realmente ostenta y, por otro, situar en el control de una determinada compañía a un agente que realmente no se encuentra en la posición final de las relaciones de propiedad, hecho que puede ser especialmente grave cuando nos encontramos ante estructuras de propiedad concentrada, donde los aspectos cualitativos inherentes a las características del núcleo de accionistas pueden ser determinantes para entender el comportamiento y objetivos corporativos.

De esta forma, La Porta *et al.* (1999) presentan un estudio en el que se analiza el control corporativo a través de una metodología cuyo principal objetivo se centra en determinar al propietario final de los derechos de voto. La identificación del último propietario se realiza a través de la definición de las llamadas "cadenas de control", con el fin de dibujar la totalidad de los eslabones de propiedad de una empresa, de forma que, cuando las acciones de una compañía están en manos de otra sociedad, examinan la propiedad de los derechos de voto de esta última, identificando a su principal accionista, y así sucesivamente, hasta llegar al último propietario de los derechos de voto. La determinación de las cadenas de control se convierte en la mayoría de los países, como afirman los propios autores, en la única forma de comprender las relaciones de propiedad, ya que las empresas suelen estar controladas a través de un encadenamiento jerárquico de sociedades. Posteriormente, Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), siguiendo la metodología de identificación del último propietario, analizan la propiedad de empresas asiáticas y

europas, respectivamente, modificando la forma en la que son contabilizados los derechos de voto con respecto a la propuesta inicialmente en el trabajo de La Porta *et al.* (1999).

### 2.3.1. Tipología de los propietarios finales

La metodología parte de clasificar las empresas en dos grupos principales, por un lado las empresas de propiedad difusa y, por otro, las que poseen un último propietario, entre los que distinguiremos los siguientes tipos:

- Familias: grupos familiares o individuos; en ambos casos requerimos que la propiedad se encuentre representada en el consejo de administración<sup>4</sup>.
- Empresas no financieras de propiedad difusa: empresas no financieras en las que no exista un último propietario de los derechos de voto.
- Bancos y cajas de ahorros: en el caso de los bancos siempre que su propiedad fuese difusa; es decir, que no exista un último propietario de los derechos de voto.
- Fondos y bancos de inversión: tanto domésticos como no residentes.
- Administraciones públicas: estado (doméstico o extranjero), administraciones autonómicas y locales.
- Otros: trabajadores, individuos que, de manera esporádica, son los principales accionistas de una empresa, etc.

En el presente trabajo, siguiendo a La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), diremos que una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posea, directa o indirectamente, un porcentaje de participación en los derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido que, en nuestro caso, será igual al utilizado en dichos estudios, es decir, el 10 y 20 por ciento. De este modo, si una familia es el principal accionista de la empresa A con un 16 por ciento de sus derechos de voto, y la empresa A posee al mismo tiempo el 20 por ciento de la empresa B, diremos que la empresa B está controlada por una familia, para un nivel de control del 10 por ciento, ya que tiene un último propietario, quien controla B indirectamente a través de una empresa. Sin embargo, para un nivel de control del 20 por ciento, diremos que B se encuentra controlada directamente por la empresa de propiedad difusa A.

De esta forma, en el ejemplo anterior encontramos una estructura de propiedad compleja en el nivel de control del 10 por ciento, concretamente una estructura piramidal. Es de señalar que para que exista una pirámide debe existir un último propietario, y este debe controlar indirectamente a la empresa en cuestión a través del control no absoluto de una empresa interpuesta. La utilización de esta estructura implica que exista una discrepancia entre los derechos de control y de *cash flow* del accionista controlador<sup>5</sup>. En el ejemplo anterior, la familia posee un 3.2 por ciento de los derechos de *cash flow* de B; es decir, el producto de sus participaciones a lo largo de la cadena ( $0.16 \cdot 0.2$ ). Sin embargo posee, siguiendo el criterio utilizado por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), el 16 por ciento de los

---

<sup>4</sup> Debemos comentar que en los trabajos precedentes, las empresas controladas por individuos son calificadas automáticamente como familiares, mientras que en el presente estudio dicha calificación se realiza cuando la propiedad del individuo está representada en el consejo de administración. Consideramos oportuno realizar esta matización, ya que la presencia esporádica de un individuo en la propiedad de una empresa, tiene una escasa relación con la implicación de una familia en una corporación, la cual suele conllevar la participación de la familia en la propiedad y órganos de decisión.

<sup>5</sup> Ver en Wolfenzon (1999), un estudio teórico sobre la utilización de este tipo de estructuras.

derechos de voto de B; es decir, el enlace más débil de la cadena de control [Min (0.16, 0.2)]. Por tanto, si la familia posee el 100 por cien de los derechos de voto de A, no podemos definir la estructura descrita como una pirámide, ya que la misma requiere que exista una discrepancia entre derechos de control y *cash flow*; ambos derechos supondrían en este caso un 20 por ciento.

En ocasiones observamos que una empresa se encuentra controlada a través de lo que Faccio y Lang denominan una "cadena de control múltiple"; es decir, cuando el último propietario controla la empresa a través de diversas cadenas de control. Así, si en el ejemplo anterior la familia posee directamente un 6% de los derechos de voto de B, entonces dicha familia participa en el 9.2 por ciento de los derechos de *cash flow* de B ( $0.16 \cdot 0.2 + 0.06$ ), y en el 22 por ciento de sus derechos de voto; es decir,  $(\text{Min}(0.16, 0.2) + 0.06)$ . Por otra parte, Faccio y Lang (2002) establecen que una empresa A se encuentra controlada a través de un *cross-holding*, a un nivel de control del 20 por ciento, si una empresa B tiene una participación en A de al menos un 20 por ciento, y A posee de B al menos un 20 por ciento de sus derechos de voto, o si la empresa A posee directamente al menos un 20 por ciento de sus propias acciones.

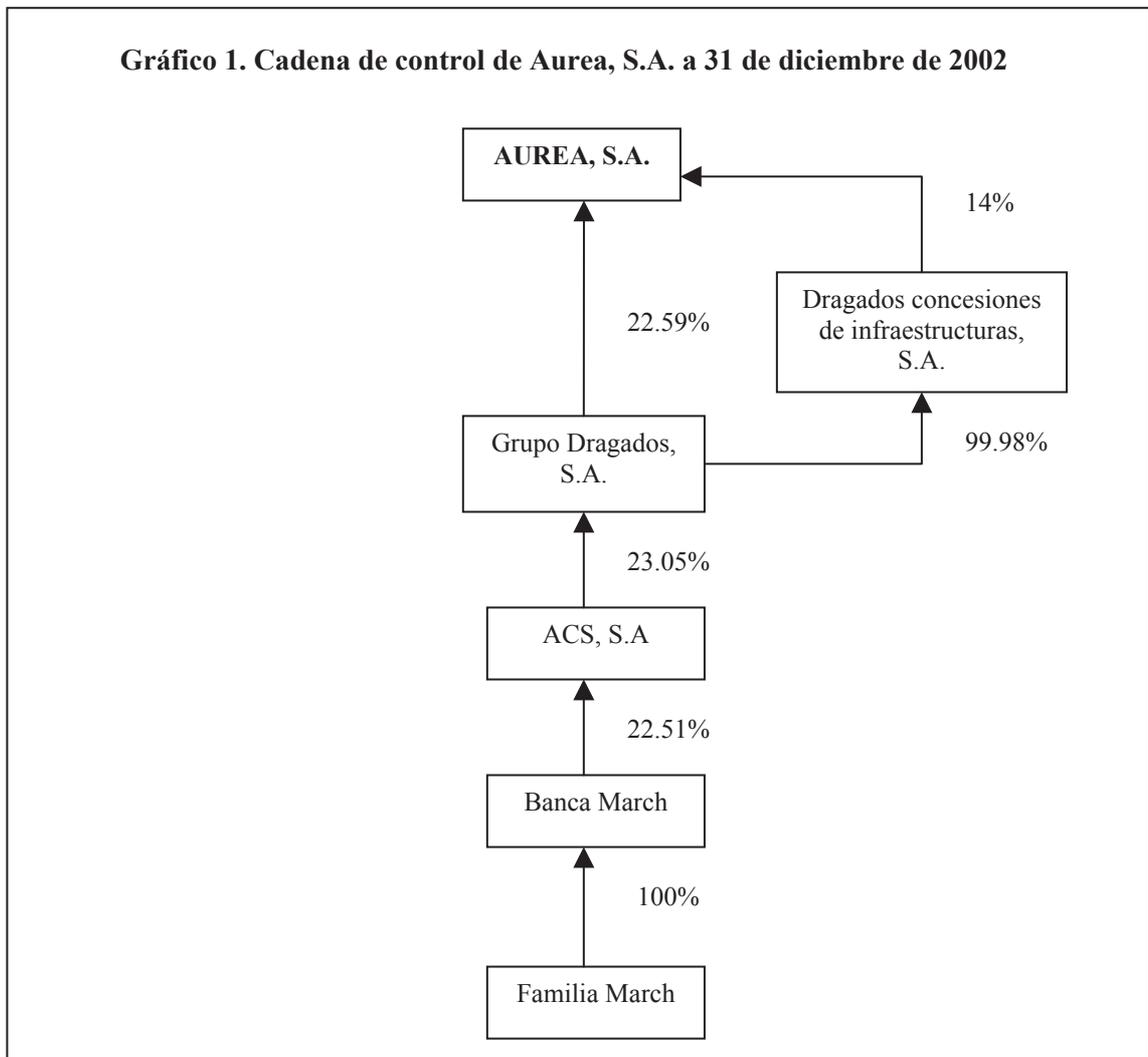
### **2.3.2. Determinación de la muestra y fuentes de información**

Para la definición de la muestra de empresas objeto de estudio, hemos partido de las 117 empresas no financieras que cotizaban en el mercado continuo a 31 de diciembre de 2002, de las cuales hemos eliminado una empresa que se encontraba suspendida de cotización al hallarse en proceso de liquidación, eliminando posteriormente seis empresas no domiciliadas en España, por lo que la muestra final queda constituida por 110 empresas no financieras. De dichas empresas, hemos analizado sus estructuras de propiedad a 31 de diciembre entre 1996 y 2002, período que constituye una etapa del mercado bursátil español especialmente significativa por el grado de desarrollo experimentado en dicho periodo, así como por la incorporación de un elevado conjunto de pequeños inversores a la inversión en bolsa, derivada, entre otros aspectos, del proceso de privatización de las grandes empresas de propiedad pública.

Para completar las cadenas de control, partimos de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de la que obtenemos las participaciones directas e indirectas de aquellos accionistas con un porcentaje de acciones superior al 5 por ciento, así como de la propiedad en manos de los consejeros, independientemente del montante de la misma. Además, hemos complementado dicha fuente de información con la base de datos Informa, que ofrece información sobre la propiedad y el consejo de administración de empresas cotizadas y no cotizadas, datos necesarios para alcanzar el objetivo de completar en su totalidad la cadena de control de una empresa. Por otra parte, con el fin de determinar la representación del control de un individuo o familia en el consejo de administración, hemos analizado la composición de dicho órgano de gobierno a través de las memorias de las empresas. Por último, en aquellos casos en los que encontramos sociedades no residentes como accionistas de empresas españolas, completamos sus estructuras de propiedad a través de las memorias obtenidas en las páginas web de dichas sociedades, consultando mediante correo electrónico las dudas que pudiesen surgir para dibujar su cadena de control.

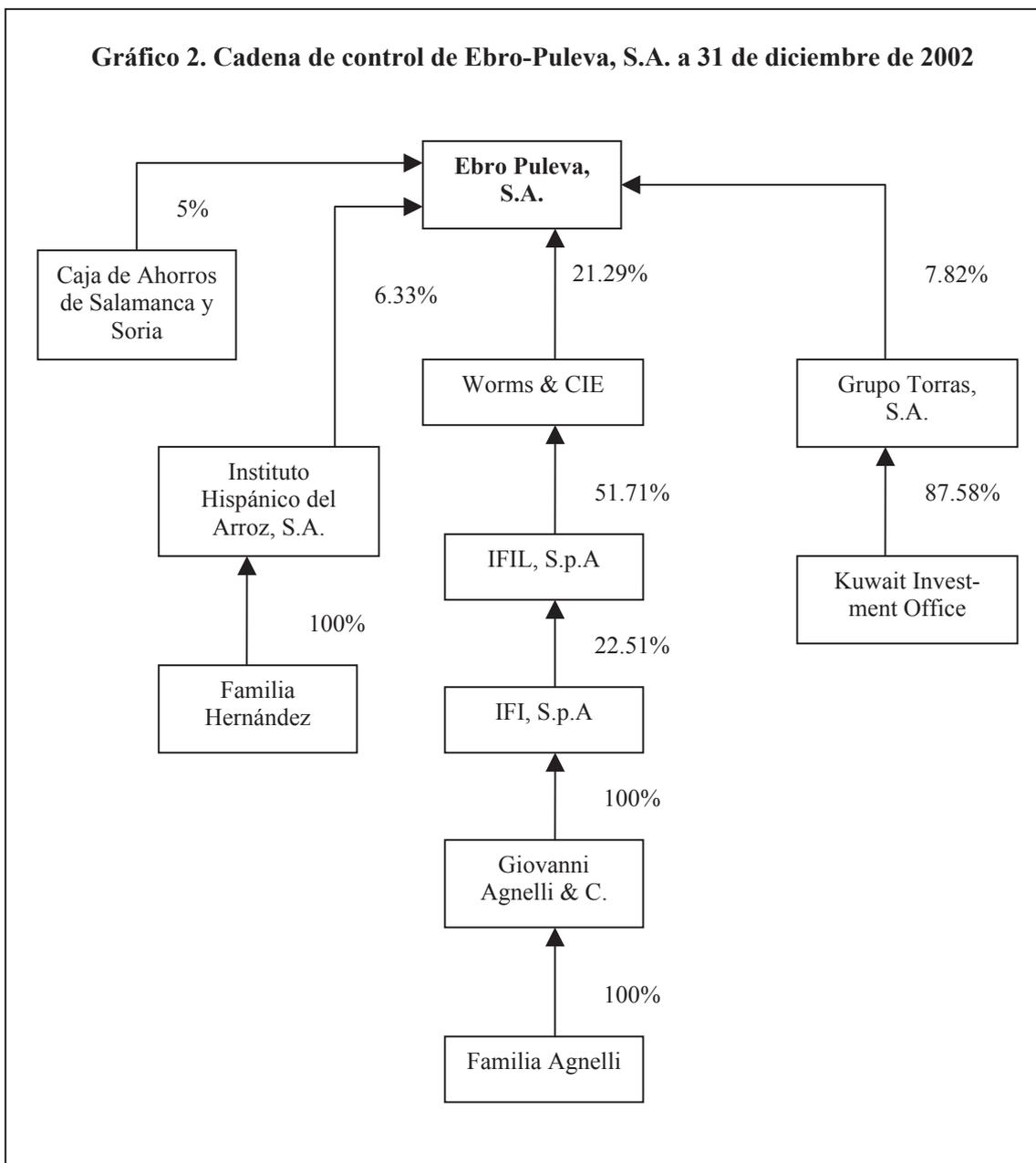
### Ejemplos

Con el fin de ilustrar la metodología descrita, mostramos a continuación dos ejemplos que revelan la identidad del último propietario de los derechos de voto de empresas españolas. En el gráfico 1 presentamos la cadena de control a 31 de diciembre de 2002 de Aurea, la cual constituye un ejemplo de utilización de estructura piramidal, ya que por un lado, en la misma encontramos un último propietario de los derechos de voto para los dos niveles de control definidos, 10 y 20 por ciento, y por otro, Aurea es controlada a través del control no absoluto de empresas interpuestas. De esta forma, podemos observar como en esta empresa, la familia March es el último propietario, ya que posee una participación del 100 por cien de las acciones de la Banca March; dicha entidad financiera es el principal propietario de ACS, que es a su vez el principal accionista del Grupo Dragados, siendo éste el primer accionista de Aurea. Asimismo, en cada uno de los consejos de administración de las sociedades que forman la cadena de control, encontramos un consejero o alto directivo del siguiente eslabón, y miembros de la familia March forman parte del consejo de Banca March. Esta estructura piramidal permite que la familia March posea el 22.51 por ciento de sus derechos de voto [Min (36.59, 23.05, 22.51, 100)], y un 1.89 por ciento de sus derechos de *cash flow*  $[(0.2259 + (0.9998 * 0.14)) * 0.2305 * 0.2251 * 1]$ .



En el gráfico 2 se representa el segundo ejemplo, en el que podemos observar cómo la familia Agnelli controla, a 31 de diciembre de 2002, la empresa Ebro-Puleva, al igual que en el caso anterior, a través de una estructura piramidal, ya que existe un último propietario, también en este ejemplo para los niveles de control del 10 y 20 por ciento, y Ebro-Puleva se encuentra controlada mediante el control no absoluto de sociedades interpuestas. En este caso hemos tenido que utilizar la información de las memorias obtenidas a través de las páginas *web*, del principal accionista de Ebro-Puleva, una empresa domiciliada en Francia (Worms & CIE) y del grupo italiano IFI, primer accionista de esa empresa, del que la familia Agnelli posee una participación del 100 por cien, representada al mismo tiempo en la composición de su consejo. Asimismo, en los consejos de las empresas que forman la cadena de control, encontramos consejeros o altos directivos de los eslabones siguientes. Esta estructura piramidal permite poseer a la familia Agnelli el 21.29 por ciento de los derechos de voto de Ebro-Puleva [Min (21.29, 51.71, 22.51, 100, 100)], y el 2.47 por ciento de sus derechos de *cash flow* ( $0.2129*0.5171*0.2251*1*1$ ).

**Gráfico 2. Cadena de control de Ebro-Puleva, S.A. a 31 de diciembre de 2002**



## 2.4. El último propietario de las empresas cotizadas españolas

Siguiendo la metodología expuesta en el apartado anterior, presentamos en el cuadro 1 los derechos de voto del primer accionista, así como de los dos y tres primeros accionistas de las empresas de la muestra en el periodo comprendido entre 1996 y 2002. En dicho cuadro, podemos observar cómo la utilización de la metodología de definición de las cadenas de control no altera significativamente los niveles de concentración conocidos de las empresas cotizadas españolas. Por otro lado, se aprecia, para todas las medidas de control utilizadas, una evolución que podemos caracterizar de estable, ya que los intervalos entre los que se mueven las medianas poseen un recorrido escaso a lo largo de los siete años analizados.

Cuadro 1.

### Nivel de control de los principales accionistas

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>A1</b>							
<b>Media-Desv</b>	35.9-22.8	34.1-22.1	33.7-21.4	33.8-22.4	35.2-23.2	35.2-23.9	35.5-24.2
<b>Mediana</b>	28.1	29.5	29.5	28.4	29.3	30	30.1
<b>Mín-Máx</b>	0-91	0.2-91	1-91	1-91	1.2-92.2	1.2-93.3	1.3-99.5
<b>A2</b>							
<b>Media-Desv</b>	43.3-24	40.7-23.2	41-22.1	41.4-23.2	43.4-23.4	43.3-24	43.6-23.9
<b>Mediana</b>	41.2	35.1	38	37.9	39.8	38.9	40.6
<b>Mín-Máx</b>	0-92.2	0.2-92.2	1.8-92.2	1.8-91	1.5-97.8	2-97.5	2.1-99.5
<b>A3</b>							
<b>Media-Desv</b>	46.1-23.7	43.3-23.2	43.9-22.1	44.9-23.6	47.3-23.1	47.1-23.7	47.1-23.6
<b>Mediana</b>	46.1	40.5	43.6	44.6	47.9	43.8	46.1
<b>Mín-Máx</b>	0-93.5	0.2-92.2	2.1-92.2	1.9-96.2	1.7-98.2	2.3-98.1	2.3-99.5

A1: Derechos de voto del primer accionista

A2: Derechos de voto de los dos primeros accionistas

A3: Derechos de voto de los tres primeros accionistas

De este modo, el control en manos del principal accionista se sitúa en torno al 29 por ciento si utilizamos como referencia la mediana, siendo la participación del segundo accionista, en promedio, un 10 por ciento de los derechos de voto, de forma que los dos primeros accionistas reúnen aproximadamente un 40 por ciento del control de las empresas cotizadas españolas. Esta cifra se eleva, en términos medios, a un 45 por ciento de los derechos de voto con la incorporación del siguiente accionista, al poseer éste último alrededor de un 5 por ciento de propiedad. Estos resultados se encuentran en consonancia con los obtenidos en el trabajo de Faccio y Lang (2002), reflejándose en dicho estudio, para el caso español, una mediana del nivel de control del primer accionista que se sitúa en el 35.73 por ciento. Entre las posibles razones que pueden justificar la diferencia con el presente trabajo podemos encontrar la utilización, por parte de Faccio y Lang, de empresas pertenecientes al mercado de corros y la exclusión de su muestra de empresas con un nivel de participación del primer accionista menor al 5 por ciento de los derechos de voto<sup>6</sup>.

La identidad del último propietario de las empresas cotizadas españolas en el periodo comprendido entre 1996 y 2002, para un nivel de control del 10 por

<sup>6</sup> En el cuadro A.I del anexo recogemos los resultados del nivel de control del principal accionista, para el conjunto de países europeos, recogidos en el trabajo de Faccio y Lang.

ciento<sup>7</sup>, se presenta en el cuadro 2. En el mismo se puede observar cómo en torno al 50 por ciento de las empresas cotizadas españolas son controladas por grupos familiares, observándose una tendencia creciente de dicha ponderación a lo largo del periodo objeto de estudio. Dicha evolución sigue una dirección inversa en el caso de la presencia de bancos y cajas como últimos propietarios, los cuales controlan alrededor del 18 por ciento de las empresas de la muestra. En orden de importancia les siguen como principales accionistas los fondos y bancos de inversión junto con las empresas no financieras de propiedad difusa, que ponderan alrededor de un 8 por ciento de la muestra, observándose una evolución más estable de las empresas no financieras. La tendencia creciente de los fondos y bancos de inversión como últimos propietarios es corregida en el año 2002, lo que puede ser reflejo de la evolución de los mercados bursátiles en dicho periodo y la mayor ponderación de los objetivos relacionados con la gestión de carteras frente a los de control, que guían las actuaciones de este tipo de inversores.

Cuadro 2.

**Distribución porcentual de la identidad del propietario final**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Familia</b>	40.3	46.6	51.8	50	50	49	52.7
<b>Bancos de propiedad difusa o cajas de ahorros</b>	24.2	19.2	14.1	14.6	15.7	19.8	18.2
<b>Fondos o bancos de inversión</b>	8.1	6.8	5.9	7.3	9.8	10.4	6.4
<b>Empresas no financieras de propiedad difusa</b>	8	9.6	9.4	9.4	8.8	8.5	8.2
<b>Administraciones públicas</b>	11.3	5.5	1.2	3.1	2.9	1.9	1.8
<b>Otros</b>	1.6	1.4	2.3	2.1	2	1.9	1.8
<b>Propiedad difusa</b>	6.45	10.9	15.3	13.5	10.8	8.5	10.9
<b>Total de empresas</b>	<b>62</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>96</b>	<b>102</b>	<b>106</b>	<b>110</b>

Por otro lado, se aprecia un acusado descenso de la presencia de administraciones públicas como propietarios finales de las empresas cotizadas españolas, reflejo de la política de privatizaciones. Por último, podemos apreciar que, en el año 2002, en torno al 11 por ciento de las estructuras de propiedad son atomizadas, al no existir en las mismas ningún accionista con una participación mayor al 10 por ciento. Además, se observa cómo la evolución de la ponderación de la propiedad difusa sigue un comportamiento inverso a la importancia de los fondos y bancos de inversión como últimos propietarios. Este hecho se debe a que, en la mayoría de las ocasiones, el traslado de una empresa de la propiedad atomizada a la concentrada, o viceversa, viene determinado por los cambios en el nivel de participación de un fondo o banco de inversión.

Si comparamos los resultados obtenidos en el presente trabajo con los datos aportados en el estudio de Faccio y Lang<sup>8</sup>, podemos apreciar diferencias económicamente significativas en relación con el peso del control familiar de las empresas cotizadas españolas. Así, según en el estudio de Faccio y Lang, en 1997 el 62 por

<sup>7</sup> Presentamos los resultados relativos al nivel de control del 10 por ciento con el fin de que los mismos puedan ser comparados en mayor medida con estudios precedentes sobre la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas en los que la propiedad difusa es definida para participaciones inferiores al 5 por ciento. Por otra parte las diferencias encontradas en el presente estudio entre los niveles de control del 10 y 20 por ciento no son económicamente significativas.

<sup>8</sup> Ver en cuadro A.II del anexo la distribución de los últimos propietarios para el conjunto de países europeos.

ciento de las sociedades no financieras se encontraban controladas por un grupo familiar, mientras que en el presente trabajo calificamos como familiares para dicho año al 46.6 por ciento de las empresas. Esta divergencia puede deberse a las diferencias en las muestras utilizadas. Sin embargo, otra posible razón puede encontrarse en la metodología seguida por Faccio y Lang, que recordemos calificaba como familiares a las empresas no cotizadas en las que no lograban identificar a su principal accionista. En el presente estudio hemos identificado a los propietarios de todas las empresas no cotizadas que hemos encontrado en los eslabones intermedios de las cadenas de control. Dichas sociedades en la mayoría de los casos están efectivamente controladas por familias pero, en numerosas ocasiones, sus propietarios son entidades financieras o empresas no financieras de propiedad difusa, hecho que explica el mayor peso de este tipo de accionistas en los resultados obtenidos en el presente estudio, en detrimento de una menor ponderación del control familiar<sup>9</sup>.

### 2.4.1. Tamaño y naturaleza del propietario

Con el objeto de analizar la distribución de los diferentes propietarios finales en función del tamaño de las empresas de la muestra, siguiendo a Faccio y Lang (2002), hemos dividido la muestra en tres grupos, escogiendo en primer lugar a las 20 primeras sociedades por capitalización y dividiendo el resto en dos grupos iguales de medianas y pequeñas empresas. Esta clasificación la hemos realizado para los años 1996, 1999 y 2002, con el fin de analizar si existen cambios en dicho periodo. Los resultados obtenidos se presentan en el cuadro 3.

Cuadro 3.

#### Distribución porcentual de la identidad del último propietario en función del tamaño de las empresas

	1996			1999			2002		
	Grandes	Medianas	Pequeñas	Grandes	Medianas	Pequeñas	Grandes	Medianas	Pequeñas
<b>Capitalización media</b> (miles de euros)	3.891.520	252.917	48.830	11.283.576	660.991	90.745	8.606.027	811.808	86.748
<b>Familia</b>	15	52.4	52.4	30	47.4	63.2	35	51.1	56.5
<b>Bancos de propiedad difusa o Cajas de Ahorros</b>	45	14.3	14.3	25	21.1	2.6	25	24.4	8.8
<b>Fondos o Bancos de Inversión</b>	0	9.5	14.3	5	7.9	7.9	10	6.7	13.3
<b>Empresas no financieras de propiedad difusa</b>	15	0	9.5	15	10.5	5.3	20	8.9	2.2
<b>Administraciones Públicas</b>	25	9.5	0	5	5.3	0	0	4.4	0
<b>Otros</b>	0	4.8	0	0	0	5.3	0	0	4.4
<b>Propiedad difusa</b>	0	9.5	9.5	20	7.9	15.8	10	4.4	15.5
<b>Número de empresas</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>20</b>	<b>45</b>	<b>45</b>

<sup>9</sup> En el cuadro A.III del anexo se presenta el listado de las empresas analizadas, clasificadas sectorialmente, junto con la naturaleza de su último propietario, a finales de 2002.

Podemos observar cómo las empresas de mayor capitalización han experimentado cambios importantes en cuanto a la naturaleza de sus accionistas controladores. Así, mientras que en 1996 eran los bancos y cajas de ahorro, junto con las administraciones públicas, los principales accionistas de las grandes empresas cotizadas, la tendencia de los últimos años refleja una mayor presencia de grupos familiares en el control de estas sociedades, la pérdida del peso de las administraciones públicas y bancos y cajas, a favor de la mayor ponderación de empresas no financieras de propiedad difusa, junto con una presencia más relevante de estructuras de propiedad atomizada, siendo escasa la existencia de fondos y bancos de inversión como últimos propietarios de este tipo de sociedades.

Entre las sociedades de capitalización media, destaca la existencia mayoritaria de los grupos familiares junto con una mayor incorporación de bancos y cajas como principales accionistas. A su vez, podemos apreciar un peso decreciente de las estructuras de propiedad difusa, reflejo quizás de la mayor facilidad de poseer un paquete significativo de acciones a medida que disminuye el tamaño de las empresas.

En cuanto a las empresas de menor capitalización, aumenta el peso del control familiar, posiblemente como consecuencia de la mayor facilidad de las familias para concentrar parte de su riqueza en el mantenimiento del control. Además, es en este tipo de empresas donde la ponderación de los bancos y cajas como principales accionistas disminuye de manera significativa a favor de los fondos y bancos de inversión, hecho que puede venir determinado por el poder de inversión de estos accionistas institucionales en la ejecución de su gestión de cartera. Por otro lado, la venta en el último año de las participaciones de fondos y bancos de inversión justifica el mayor peso de la propiedad atomizada en relación con las empresas de mediana capitalización.

#### **2.4.2. Sector y naturaleza del último propietario**

En referencia a la distribución sectorial de los propietarios finales, tal y como podemos observar en el cuadro 4, las familias son, de manera destacada, los principales accionistas en los sectores de alimentación, comercio minorista, materiales de construcción y construcción, manteniendo un peso significativo en el resto de sectores, con la excepción del sector energético y de metales básicos, en el que la presencia familiar es escasa o nula. Resaltar, además, la creciente presencia de grupos familiares en las empresas del nuevo mercado, que pasan de controlar el 25 por ciento de las sociedades de alta tecnología en el año 1996, a ser los principales accionistas del 53.8 por ciento en el año 2002. Estos datos reflejan el error que puede suponer el asociar exclusivamente el carácter familiar a sectores calificados como tradicionales.

Por otro lado, los bancos y cajas se encuentran, en mayor medida, como principales accionistas en sectores como metales, energía, inmobiliarias y aparcamientos y autopistas, destacando el hecho de que ningún banco o caja sea el propietario final de empresas de alta tecnología, reflejo quizás de políticas conservadoras en sus estrategias de inversión en industria. En este sentido, los datos reflejan cómo los fondos y bancos de inversión han modificado sustancialmente su presencia como propietarios finales en relación con la distribución sectorial de sus inversiones, ya que, si en el año 1996 tenían una presencia destacada como principales accionistas en las empresas de comercio minorista, materiales de construcción y nuevo mercado, en el año 2002 dicha situación cambia, al reducirse notablemente su presencia como propietarios finales en dichos sectores y aumentar su participación en el sector energético y de ocio.

En relación con la existencia de empresas no financieras de propiedad difusa como últimos propietarios, podemos apreciar su presencia destacada en sectores como el de fabricación y montaje de bienes de equipo y, de manera creciente, en telecomunicaciones y servicios de información y nuevo mercado, hecho que puede reflejar una búsqueda de sinergias en el control por parte de dichas empresas. Como reflejo de la política de privatizaciones que ha experimentado España en los últimos años, podemos observar que la presencia de las administraciones públicas como propietarios finales se ha reducido notablemente. Así, en el año 1996 controlaban, de manera significativa, las empresas de los sectores de energía y telecomunicaciones, pasando en el año 2002 a tener un peso residual o nulo. Por último, resaltar que los sectores de alimentación, construcción, inmobiliarias, aparcamientos y nuevo mercado, son aquellos en los que las estructuras de propiedad atomizada han tenido una escasa o nula importancia.

## Distribución sectorial de la identidad del último propietario

	Familia	Banco o Cajas de Ahorro	Fondos o Bancos de Inversión	Empresas no Financieras	Administración Pública	Otros	Propiedad Difusa	Total Empresas
<b>1996</b>								
Alimentación, bebidas y tabaco	75	0	0	0	25	0	0	4
Comercio minorista	40	20	20	20	0	0	0	5
Fabricación y montaje de bienes de equipo	42.8	0	0	28.6	0	14.3	14.3	7
Metales	25	50	0	0	0	0	25	4
Materiales de construcción, papel, madera y químicas	50	0	30	0	10	0	10	10
Energía	0	33.3	0	16.6	50	0	0	6
Construcción	66.6	33.3	0	0	0	0	0	3
Telecomunicaciones y servicios de información	0	0	0	0	100	0	0	1
Inmobiliarias	25	62.5	0	12.5	0	0	0	8
Aparcamientos y autopistas	50	50	0	0	0	0	0	4
Ocio, turismo, hostelería y otros servicios de mercado	66.6	16.6	0	0	0	0	16.6	6
Nuevo Mercado	25	25	25	0	25	0	0	4
<b>1999</b>								
Alimentación, bebidas y tabaco	90.9	0	0	0	0	0	9.1	11
Comercio minorista	63.6	9.1	9.1	9.1	0	0	9.1	11
Fabricación y montaje de bienes de equipo	50	0	0	25	0	12.5	12.5	8
Metales	28.5	14.3	14.3	14.3	0	0	28.5	7
Materiales de construcción, papel, madera y químicas	58.3	0	0	8.3	8.3	8.3	16.6	12
Energía	0	28.5	14.3	14.3	14.3	0	28.5	7
Construcción	83.3	16.6	0	0	0	0	0	6
Telecomunicaciones y servicios de información	50	0	0	0	0	0	50	2
Inmobiliarias	33.3	55.5	11.1	0	0	0	0	9
Aparcamientos y autopistas	50	50	0	0	0	0	0	4
Ocio, turismo, hostelería y otros servicios de mercado	44.4	11.1	22.2	11.1	0	0	11.1	9
Nuevo Mercado	40	0	10	20	10	0	20	10

Cuadro 4. Continuación.

**Distribución sectorial de la identidad del último propietario**

	Familia	Banco o Cajas de Ahorro	Fondos o Bancos de Inversión	Empresas no Financieras	Administración Pública	Otros	Propiedad Difusa	Total Empresas
	<b>2002</b>							
Alimentación, bebidas y tabaco	91.6	0	8.3	0	0	0	0	12
Comercio minorista	66.6	8.3	8.3	0	0	0	16.6	12
Fabricación y montaje de bienes de equipo	50	20	0	20	0	10	0	10
Metales	25	25	12.5	12.5	0	0	25	8
Materiales de construcción, papel, madera y Químicas	58.3	16.6	0	0	0	0	25	12
Energía	0	50	12.5	12.5	12.5	0	12.5	8
Construcción	100	0	0	0	0	0	0	6
Telecomunicaciones y servicios de información	40	0	0	40	0	0	20	5
Inmobiliarias	40	40	0	10	0	0	10	10
Aparcamientos y autopistas	50	50	0	0	0	0	0	4
Ocio, turismo, hostelería y otros servicios de mercado	50	20	20	0	0	0	10	10
Nuevo Mercado	53.8	0	7.7	15.3	7.7	7.7	7.7	13



### **3. Las disposiciones estatutarias defensivas**

Una vez analizada la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas, en el presente apartado nos centramos en el estudio del blindaje contenido en los estatutos sociales de dichas empresas, con el objeto de conocer en mayor medida el poder en manos de los agentes que controlan el proceso de toma de decisiones corporativas. La construcción de la base de datos, a partir de la recopilación de los estatutos sociales, nos ha permitido construir un "índice de blindaje", que refleja el nivel de utilización de medidas estatutarias defensivas, hecho que nos ha permitido obtener una imagen, hasta el momento desconocida, del nivel defensivo de las sociedades cotizadas españolas<sup>10</sup>.

#### **3.1. Sistema legal y disposiciones estatutarias de blindaje**

La relevancia del sistema legal viene justificada por la importancia que toma la legislación ante la perspectiva contractual de la empresa, ya que como afirman Jensen y Meckling (1976:311): "Esta visión de la empresa pone de relieve la importancia del papel, que el sistema legal y la legislación, juegan en las organizaciones sociales, especialmente en la organización de la actividad económica. La legislación establece los límites contractuales de los acuerdos que los individuos y las organizaciones pueden celebrar sin riesgo en incurrir en ilegalidad".

Por su parte, Shleifer y Vishny (1997) argumentan que la principal razón para que los inversores faciliten financiación a una empresa, es recibir a cambio derechos de control, siendo el derecho de voto de los accionistas sobre los asuntos relevantes de la compañía (fusiones, liquidaciones, elección de los miembros del consejo) su derecho legal más importante. Esos derechos de propiedad son especialmente relevantes cuando los intereses de los agentes internos y externos no son coincidentes, ya que sin tales derechos, estos últimos no estarían dispuestos a financiar a la empresa por temor a no ser retribuidos por su aportación de capital. La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1998:1114) afirman que: "la legislación y la calidad con la que ésta es aplicada, son determinantes potencialmente importantes de los derechos que tienen los inversores y la calidad con la que éstos son protegidos. Así, la protección que reciben los inversores determina su disposición a financiar a la empresa [...]".

En este sentido, Gompers, Ishii y Metrick (2001) argumentan que, de manera conjunta, la regulación a nivel estatal y los estatutos sociales definen la distribución de poder entre accionistas y directivos. De esta forma, el sistema legal que delimita los contratos de agencia entre agentes internos y externos, se puede dividir en dos ámbitos. Por un lado, la legislación externa establecida a nivel estatal, que regula

---

<sup>10</sup> Las disposiciones estatutarias defensivas, en referencia al mercado español, han sido analizadas de manera parcial a partir del estudio de los anuncios de adopción de instrumentos defensivos en los trabajos de Fernández y Gómez (1997) y Alemany y Crespí (2001). Sus resultados, en consonancia con los trabajos similares que se centran en el mercado americano (Linn y McConnell, 1983; DeAngelo y Rice, 1983; Jarrel y Poulsen, 1987; Pound, 1987; Brickley, Lease y Smith, 1988; Agrawal y Mandelker, 1990; Mahoney y Mahoney, 1993 y McWilliams y Sen, 1997), no permiten obtener conclusiones definitivas sobre el efecto de la adopción de medidas defensivas en la riqueza de los accionistas.

de manera general las relaciones entre dichos inversores. Por otro, la normativa específica de gobierno recogida en los estatutos sociales, regulación que ocupa aquellas posibilidades, lagunas o ausencias que la legislación a nivel estatal no predice, por lo que puede diferir entre las empresas sujetas al mismo entorno legislativo externo.

En referencia a la relación entre el entorno legislativo externo y las normas específicas de gobierno contenidas en los estatutos sociales, Bebchuk (1999) modeliza la influencia de la protección del sistema legal en el uso de medidas de blindaje por parte de empresas. Los resultados teóricos de su trabajo predicen una mayor presencia de instrumentos defensivos en las corporaciones de aquellos países cuyo sistema legal ofrece una menor protección de los intereses de los inversores externos, ya que, en dichos países, los beneficios privados del control son mayores, configurándose éstos como factores determinantes en la adopción de medidas defensivas. Esta predicción teórica se encuentra en consonancia con los resultados del estudio de Nenova (2003), en el que se pone de relieve, a partir de la elaboración de un "índice de disposiciones estatutarias", el mayor uso de estas medidas defensivas en las empresas de países pertenecientes a la familia legal *civil law*, mientras que son las naciones de procedencia legal anglosajona, en los que el grado de utilización es menor.

Por otro lado, Cuervo (2002) argumenta que el comportamiento de los accionistas controladores o "núcleo de accionistas" en los países de la Europa continental explica el uso de los mecanismos de defensa, siendo éstos presentados para su aprobación como instrumentos de protección del interés general, aunque en la mayoría de los casos defiendan fundamentalmente los intereses de directivos y accionistas controladores. Para este autor, la existencia de accionistas significativos y la adopción de medidas defensivas han limitado la eficiencia del sistema de gobierno corporativo de los países de la Europa continental. En este sentido, Danielson y Karpoff (1998) afirman que la presencia de medidas defensivas no sólo influye en el mercado de control corporativo externo, es decir, en aquel que hace referencia a la disciplina ejercida por los potenciales compradores de un paquete significativo de acciones, sino, igualmente, en el mercado de control corporativo interno, es decir, en aquel relacionado con los cambios de poder realizados por los actuales accionistas, al influir en las políticas corporativas a través del ejercicio de sus derechos de voto en las juntas generales de accionistas. Siguiendo estos argumentos, La Porta *et al.* (1998) incluyen en la evaluación de los derechos de los accionistas, los denominados *remedial rights*, como los derechos de voto definidos por las disposiciones estatutarias que regulan su procedimiento, ya que determinan el control de los accionistas sobre los asuntos relevantes de la compañía y, por tanto, el poder que puede ser utilizado contra los internos.

Por tanto, la relevancia del estudio de las disposiciones estatutarias defensivas se convierte en un aspecto de especial interés, no sólo en referencia a la eficiencia de un mecanismo concreto de gobierno, es decir, el mercado de control corporativo, sino al constituirse como un elemento relevante en el estudio de la configuración y eficiencia del resto de instrumentos que determinan la estructura de gobierno de las corporaciones.

### **3.2. Las medidas defensivas**

Las medidas defensivas tienen su origen en la utilización de una serie de herramientas o instrumentos que proporcionan un mayor poder a los agentes que controlan las decisiones corporativas. Estas herramientas pueden, a su vez, dividirse en estrategias y medidas defensivas. Walsh y Seward (1990) enumeran

una serie de estrategias que pueden ser utilizadas por los directivos con el objetivo fundamental de reducir la disciplina que pueden ejercer la junta general de accionistas y el consejo de administración. Entre las estrategias se encuentran: 1) *alterar la valoración de la actuación personal*, apoyando decisiones corporativas en consultores externos, estableciendo la agenda del consejo en beneficio de los intereses de los directivos o dictando normas de discusión que favorezcan la disminución del control; 2) *alterar la valoración de la situación*, utilizando el comportamiento del entorno como instrumento defensivo; 3) *alterar la valoración de la performance*, a través del establecimiento de expectativas de resultados bajas, de manera que esos objetivos modestos sean fácilmente superables; 4) *neutralizar los mecanismos internos de control*, reduciendo o eliminando la compensación basada en el comportamiento de las acciones, utilizando lo que Shleifer y Vishny (1989) denominan *manager-specific investments*, es decir, inversiones que hacen muy difícil la sustitución del equipo directivo debido a que las mismas se encuentran muy vinculadas a sus características específicas, o identificando la persona del directivo con la imagen de la empresa, por ejemplo, a través de las campañas publicitarias.

Por otro lado, las medidas defensivas pueden clasificarse bajo dos criterios. El primero, según la necesidad de ser aprobadas por los accionistas, y el segundo, en función del carácter financiero de las mismas. Una clasificación de las medidas defensivas, en función de los criterios anteriores, basada en la propuesta de Walsh y Seward (1990), puede verse en el cuadro 5. De la observación de dicho cuadro podemos concluir que las medidas objeto de estudio en el presente trabajo, es decir, las disposiciones estatutarias defensivas, pueden ser calificadas como medidas que requieren la aprobación por parte de los accionistas y no implican cambios directos en la estructura económica y/o financiera de la empresa.

Cuadro 5.

**Medidas defensivas**

	<b>Financieras</b>	<b>No financieras</b>
<b>Requiere la aprobación de los accionistas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Emisión de acciones con diferentes niveles de derechos de voto</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Disposiciones estatutarias defensivas</li> </ul>
<b>No requiere la aprobación de los accionistas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cambios en la estructura de capital</li> <li>▪ Reestructuración de las inversiones corporativas</li> <li>▪ Recompra de acciones con prima (<i>Greenmail</i>)</li> <li>▪ Activos financieros que conceden derechos especiales a sus poseedores ante una situación de lucha por el control (<i>Poison pills</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Propiedad en manos de los internos</li> <li>▪ Litigios con compradores potenciales</li> <li>▪ Paracaídas dorados</li> </ul>

Fuente: Adaptado de Walsh y Seward (1990)

Danielson y Karpoff (1998), basándose en la presencia de un mercado de control interno y otro externo, apuntada por Manne (1965), distinguen dos tipos de instrumentos defensivos: 1) *instrumentos de control externo*, que son aquellos que impiden directamente o pueden usarse para impedir adquisiciones hostiles, de manera que influyen principalmente en el mercado de control externo, entre las

que se encuentran las *poison pills*, los cheques en blanco a las acciones preferentes<sup>11</sup>, o la cláusula de *stakeholder*<sup>12</sup>; 2) *instrumentos de control interno*, que son aquellas que aumentan el coste de un accionista externo de ejercitar el control o influir en las políticas corporativas y, por lo tanto, que influyen principalmente en el mercado de control interno. Al contrario de las medidas anteriores, éstas no afectan directamente al coste de un comprador de acumular un paquete significativo de acciones, pero los costes de control que imponen suponen indirectamente un impedimento a las compras externas para tomar el control de la empresa. Dentro de esta categoría, los autores incluyen, entre otras, la renovación escalonada del consejo<sup>13</sup>, la cláusula de *fair-price*<sup>14</sup>, los requerimientos de mayorías cualificadas, la presencia de acciones sin voto, o la limitación en el porcentaje de voto que puede emitir un accionista.

Cuadro 6.

### **Anuncios de medidas defensivas de empresas cotizadas en el mercado español**

*Fernández y Gómez (1997)*

<b>Anuncios de adopción en el periodo 1988-1994</b>	<b>Número de anuncios</b>
Autorizaciones al consejo para la emisión de activos	14
Limitación en los derechos de voto de los accionistas	12
Acuerdos de supermayoría	10
Restricciones de acceso al consejo	12
Limitaciones en los derechos de los accionistas para convocar una Junta General	6
Cláusula de <i>fair-price</i> o precio justo	1

*Alemany y Crespí (2001)*

<b>Anuncios de adopción en el periodo 1988-1998</b>	<b>Número de anuncios</b>
Limitaciones en los derechos de voto de los accionistas	16
Restricciones de acceso al consejo	14
Acuerdos de supermayoría	5
Acciones sin voto	4
Acciones de oro	2
Otros (autorizaciones para la emisión de activos, reducción del tamaño del consejo, ...)	20

Fuente: Elaborado a partir de Fernández y Gómez (1997) y Alemany y Crespí (2001)

<sup>11</sup> Esta medida permite que el consejo tenga una gran discreción para otorgar derechos de voto, dividendos y otros derechos a los accionistas preferentes.

<sup>12</sup> Esta disposición permite a los consejeros tener una base legal para rechazar una compra provechosa para los accionistas al considerar sus posibles efectos en otros *stakeholders*.

<sup>13</sup> Esta disposición supone que los consejos no pueden ser renovados en su totalidad, debiendo procederse a dicha renovación en fracciones, normalmente de un tercio o un medio en periodos de tiempo que transcurren entre dos y tres años.

<sup>14</sup> Esta disposición obliga a un potencial comprador a ofertar, a la totalidad de los accionistas si quiere obtener el control, el precio más alto al que halla cotizado el valor en un determinado intervalo de tiempo.

En referencia a la tipología de medidas antiadquisición utilizadas por las empresas cotizadas en el mercado español, presentamos en el cuadro 6 los anuncios de adopción de medidas defensivas recogidos en los trabajos de Fernández y Gómez (1997) y Alemany y Crespí (2001). Como puede observarse en el citado cuadro, las medidas adoptadas por las sociedades cotizadas españolas requieren la aprobación de la junta general de accionistas para su adopción. Sin embargo, no todos los anuncios de adopción deben ser trasladados a los estatutos sociales, como es el caso de las autorizaciones al consejo para la emisión de activos, o la reducción del tamaño de dicho órgano de gobierno. Por otro lado, encontramos, en los anuncios de las sociedades españolas cotizadas, instrumentos defensivos que implican cambios directos en la estructura financiera de las empresas, como es el caso de la emisión de acciones sin voto. Entre las disposiciones estatutarias defensivas, destacan en ambos trabajos, la adopción de límites en los derechos de voto de los accionistas, las restricciones de acceso al consejo y los requisitos de supermayorías. Estos resultados se encuentran en consonancia con los alcanzados en el estudio de Nenova (2003), en el que se muestra que las empresas de los países cuyo sistema legal se enmarca en la familia legal *civil law* tienden a usar en mayor medida los límites tanto en el porcentaje de voto que puede emitir un accionista como en la transferencia de las acciones, mientras que en las corporaciones de las naciones del grupo *common law* existe una mayor utilización de instrumentos como las *poisson pill* o las acciones de oro.

### **3.3. Construcción de la base de datos**

#### **3.3.1. Muestra y fuentes de información**

La muestra ha sido seleccionada siguiendo los mismos criterios utilizados para el análisis de la estructura de propiedad, por lo que, partiendo de las 117 sociedades cotizadas en el mercado continuo a diciembre de 2002, contamos con una muestra final de 110 empresas. El estudio se ha realizado a partir de los estatutos sociales vigentes a 31 de diciembre, entre los años 1996 y 2002, con el objeto de analizar la evolución del nivel de utilización de las disposiciones estatutarias defensivas por parte de las empresas cotizadas. Los resultados que se recogen en el presente trabajo hacen referencia a los años 1996, 1999 y 2002, lo que permite apreciar con mayor nitidez los cambios experimentados en la normativa específica de gobierno entre los años 1996 y 2002, ya que los estatutos sociales no suelen ser modificados de manera frecuente.

Existen diferentes fuentes de información que permiten obtener una imagen parcial de los estatutos sociales de las empresas cotizadas, entre ellas, servicios de documentación de medios de comunicación, los informes anuales de las propias empresas o los folletos informativos realizados por las compañías emisoras en las operaciones del mercado primario. No obstante, dichas fuentes de información carecen de dos características necesarias para la construcción de una base de datos con el objeto de analizar la totalidad de disposiciones estatutarias defensivas con las que cuenta una empresa a lo largo de un periodo de tiempo. En primer lugar, no ofrecen información completa de la normativa específica de gobierno, por lo que su utilización no permite determinar el nivel de blindaje. En segundo lugar, no es posible con dichas fuentes secundarias analizar la evolución de la normativa específica de gobierno de una sociedad a lo largo de un periodo, hecho que imposibilita el análisis de la evolución de las empresas en relación a sus niveles de blindaje.

La ausencia de bases de datos nos ha llevado a utilizar fuentes primarias de información para estudiar el blindaje contenido en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas. De esta forma, en primer lugar, solicitamos a cada una de las empresas de la muestra sus estatutos sociales vigentes entre finales de 1996 y finales de 2002, con todas las modificaciones efectuadas a lo largo de dicho periodo, siendo muy escaso el nivel de respuestas afirmativas (aproximadamente un 10 por ciento de las compañías analizadas). Ante dicha situación, solicitamos, a cada uno de los registros mercantiles provinciales en los que se encuentran domiciliadas las empresas cotizadas, nota simple de la información antes descrita, ya que ni el Registro Mercantil Central, ni los registros provinciales, poseen una base de datos en las que se recojan los estatutos sociales de las sociedades domiciliadas en España.

### **3.3.2. Disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. Elaboración de un "índice de blindaje"**

Una vez recopilados todos los estatutos sociales de las empresas no financieras españolas cotizadas entre 1996 y 2002, y tras la lectura de los mismos, se extraen cinco disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por dichas sociedades en su normativa específica de gobierno, las cuales se recogen en el cuadro 7. Así, las disposiciones encontradas en la normativa específica de gobierno de las empresas cotizadas españolas pueden ser calificadas, siguiendo el criterio de agrupación propuesto por Danielson y Karpoff (1998), como disposiciones de control interno, de ahí que podamos afirmar que las mismas no afectan directamente al coste de un potencial comprador de acumular un paquete significativo de acciones, es decir, no intervienen de manera directa en el precio que debe pagar, o en la cantidad de acciones que debe comprar para adquirir una empresa, sino que persiguen fundamentalmente elevar el coste de ejercitar el control por parte de un accionista externo al proceso de toma de decisiones de la empresa, hecho que dificulta de manera indirecta una posible adquisición hostil a los actuales agentes internos.

Por otro lado, las disposiciones encontradas en los estatutos de las empresas analizadas pueden agruparse en función del órgano de gobierno al que van dirigidas. Así, el *límite en el porcentaje de voto* que puede emitir un accionista y la implantación de *mayorías cualificadas* por encima de las establecidas de manera general por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA) para la aprobación de los llamados supuestos especiales (cambios estatutarios, emisión de obligaciones, variaciones en el capital social, etc.), son disposiciones que van destinadas, principalmente, a la regulación del procedimiento de voto de la junta general de accionistas. Por otro lado, los *requisitos de antigüedad* y la *renovación escalonada* del consejo de administración son disposiciones estatutarias defensivas destinadas fundamentalmente a la regulación de la composición de dicho órgano de gobierno.

A partir de la identificación y recopilación de las disposiciones estatutarias elaboramos un "índice de blindaje", el cual se ha construido añadiendo un 1 por cada disposición encontrada en la normativa interna de gobierno y 0 en caso contrario. De esta manera, el índice toma valores que oscilan en un intervalo de cero a cinco. Así, un mayor valor del índice indica la presencia de un mayor nivel defensivo en los estatutos de una sociedad.

**Disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2002**

---

<b>Límite en el porcentaje de voto</b>	En los estatutos sociales se introduce un porcentaje máximo de votos que puede emitir un accionista (generalmente un 10 por ciento) independientemente de poseer una participación superior.
<b>Mayorías cualificadas</b>	Los estatutos sociales exigen mayorías superiores a las establecidas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para la adopción de los llamados supuestos especiales (emisión de obligaciones, aumentos o reducción de capital, fusión, modificación de estatutos, etc). Generalmente se exige una mayoría entre el 75 y el 90 por ciento del capital.
<b>Antigüedad como accionista para ser consejero</b>	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser accionista durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser consejero.
<b>Antigüedad como consejero para ser presidente</b>	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser consejero durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser presidente y/o vicepresidente del consejo de administración.
<b>Renovación escalonada del consejo</b>	Los estatutos sociales determinan que la renovación del consejo se realiza de manera escalonada, generalmente en fracciones de un-medio, o un-tercio, en periodos de dos años.

---

### **3.4. El blindaje de las empresas cotizadas españolas**

En el cuadro 8 se recoge la distribución de las empresas cotizadas españolas en función del valor adoptado por el índice de blindaje. Así, podemos observar como el nivel defensivo ha seguido a lo largo del periodo analizado una evolución creciente, ya que, mientras que en 1996 el 38.7 por ciento de las empresas poseían en sus estatutos al menos una disposición defensiva, en 1999 éstas pasan a suponer el 41.7 por ciento, para finalizar en el año 2002 con un 43.7 por ciento de las sociedades con al menos una medida de blindaje en sus estatutos. Esta mayor ponderación de las empresas blindadas se refleja en el aumento del nivel medio de medidas defensivas, que pasa del 0.7 en 1996 al 0.8 en el año 2002. De esta forma, los resultados obtenidos, tras la realización del contraste de *Wilcoxon*, muestran que si bien el nivel defensivo no experimenta cambios estadísticamente significativos entre los años 1996 y 1999, sí lo es el aumento experimentado entre 1999 y 2002.

En la evolución del nivel defensivo de las empresas blindadas, podemos observar una tendencia creciente de sociedades que poseen una disposición defensiva en sus estatutos. Así, mientras que en 1996 el 20 por ciento de las empresas poseían una medida de blindaje, dicho porcentaje se incrementa al 25.4 por ciento en el año 2002. Por otro lado, el peso de las empresas que poseen más de una disposición ha seguido una tendencia caracterizada por una mayor estabilidad, ya que el porcentaje de empresas en 1996 con 2 o más medidas era del 17.7 por ciento, pasando en el año 2002 a suponer el 18.5 por ciento. Además, los resultados reflejan que, en la totalidad de los años, el porcentaje de empresas con 3 o más medidas se encuentra en torno al 10 por ciento; esta ponderación se reduce al 5 por ciento en el caso de las corporaciones que utilizan 4 disposiciones defensivas, siendo éste el número máximo de disposiciones recogidas en los estatutos de las sociedades analizadas.

Cuadro 8.

**Índice de blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002**

	<b>1996</b>	<b>1999</b>	<b>2002</b>
<b>Nº de disposiciones</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>
<b>0</b>	61.3	58.3	56.3
<b>1</b>	20.9	26	25.4
<b>2</b>	8.1	5.2	8.1
<b>3</b>	4.8	5.2	5.5
<b>4</b>	4.8	5.2	4.6
<b>5</b>	0	0	0
<b>Media-Desviación</b>	0.7-1.1	0.7-1.1	0.8-1.1
<b>Mediana</b>	0	0	0
<b>Mínimo-Máximo</b>	0-4	0-4	0-4
<b>Contraste de Wilcoxon</b>			
<b>Z</b>	<b>96-99</b> -0.519 (0.604)	<b>99-02</b> -2.049* (0.040)	
<b>Total empresas</b>	<b>62</b>	<b>96</b>	<b>110</b>

\* :contraste estadísticamente significativo al 5%

Por otro lado, con el fin de analizar el tipo de disposición defensiva utilizada por las empresas analizadas, se recoge en el cuadro 9 la distribución de las medidas adoptadas sobre el total de empresas que cuentan con al menos una de estas disposiciones. Así, podemos observar que la medida más utilizada es la exigencia de mayorías cualificadas para la aprobación de los llamados supuestos especiales, seguida por el límite en el porcentaje de votos que puede emitir un accionista, aunque la evolución de ambas disposiciones es inversa. Así, el peso de las mayorías cualificadas ha experimentado una evolución decreciente, ya que en 1996 era utilizada por el 62.5 por ciento de las empresas blindadas, pasando dicho porcentaje al 47.9 por ciento en el año 2002. Por el contrario, la tendencia seguida por el límite en el porcentaje de voto es creciente, ya que en 1996 esta disposición se encontraba en los estatutos del 33.3 por ciento de las empresas blindadas, pasando en el año 2002 al 45.8 por ciento de los casos de las empresas que contaban con al menos una medida defensiva.

Cuadro 9.

**Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2002**

	<b>1996</b>	<b>1999</b>	<b>2002</b>
	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>
<b>Mayorías cualificadas</b>	62.5	50	47.9
<b>Límite en el porcentaje de voto</b>	33.3	40	45.8
<b>Antigüedad como accionista</b>	25	27.5	25
<b>Antigüedad como consejero</b>	20.8	32.5	35.4
<b>Renovación escalonada</b>	41.7	25	20.8
<b>Empresas blindadas</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>48</b>

La tendencia seguida por el resto de disposiciones sigue un comportamiento dispar. Así, el requisito de antigüedad como accionista para entrar en el consejo de administración presenta un peso en las empresas blindadas que se sitúa en torno al 25 por ciento en la totalidad de los años analizados, mientras que podemos apreciar una evolución creciente del requisito de antigüedad en el caso de los consejeros que pueden optar al puesto de presidente del consejo de administración, que pasa de ser utilizado por el 20.8 por ciento de las empresas en 1996 al 35.4 por ciento en el año 2002. Esta evolución es contraria a la seguida por la renovación escalonada del consejo, cuya ponderación se mueve entre el 41.7 por ciento de 1996 y el 20.8 por ciento de 2002.

### **3.4.1. Medidas estatutarias defensivas y concentración de propiedad**

Como hemos apuntado anteriormente, la adopción de disposiciones estatutarias defensivas requiere la aprobación de las mismas por parte de los accionistas. Por tanto, el objeto del presente apartado es analizar el grado de defensa contenido en los estatutos sociales en función del nivel de propiedad del principal accionista, con el fin de estudiar las posibles diferencias entre las sociedades caracterizadas por estructuras de propiedad con diferentes niveles de concentración. La propiedad del primer accionista se ha obtenido a partir de los datos procedentes del análisis de la estructura de propiedad. Una vez obtenida la medida de concentración, hemos distribuido las empresas en tres grupos. El primero, formado por las 20 sociedades más concentradas y, el resto, divididas en dos grupos de igual dimensión, configurados por las empresas de concentración media y baja. Esta distribución se realizó para cada uno de los años objeto de estudio. Los resultados obtenidos, en relación con el número de disposiciones utilizadas en los diferentes grupos, se presentan en el cuadro 10.

Así, puede observarse que, a pesar de la ausencia, en la totalidad de los años analizados, de diferencias estadísticamente significativas entre los tres grupos analizados en relación al nivel medio del índice de blindaje, sí podemos apreciar diferencias relevantes económicamente en cuanto a la distribución de las sociedades en los diferentes grupos. Así, en torno al 50 por ciento de las empresas de concentración alta poseen, al menos, una medida defensiva, disponiendo tan sólo un 15 por ciento de las mismas de más de una disposición de blindaje en 1996, reduciéndose dicho porcentaje al 5 por ciento a partir de 1999. En cuanto a las empresas de concentración media, presentan una mayor ponderación, en torno al 57 por ciento de las mismas, las sociedades que no poseen ninguna medida de blindaje. Sin embargo, en este grupo, el peso de las sociedades que poseen más de una disposición defensiva pasa del 23.9 por ciento en 1996 al 17.7 por ciento en el año 2002. La mayor presencia de empresas de este grupo con niveles del índice de blindaje por encima de dos puede ser reflejo de la necesidad, ante la menor participación del principal accionista, de un mayor nivel defensivo en los estatutos sociales con el fin de asegurar su posición en el control de la empresa.

Por último, en relación a las sociedades de concentración baja, es en este grupo de empresas en el que ponderan en mayor medida las sociedades que carecen en sus estatutos de disposiciones defensivas, aunque el peso de éstas disminuye en el intervalo de tiempo analizado. Así, las empresas de menor concentración que no poseían medidas defensivas en 1996 representaban un 76.2 por ciento, mientras que en el año 2002 suponen un 57.8 por ciento de las mismas. Además, debemos destacar que es en este grupo en el que las sociedades blindadas utilizan un mayor número de disposiciones defensivas. De esta forma, entre estas sociedades, y en referencia al año 2002, de las 19 empresas que disponen de medidas de blindaje, en torno al 57 por ciento de las mismas utilizan 2 o más disposiciones.

Los resultados obtenidos muestran que una menor concentración de propiedad en manos del principal accionista se corresponde con una menor proporción de empresas blindadas, reflejo quizás de la mayor dificultad de que sean aprobadas tales disposiciones por el resto de accionistas. Sin embargo, ante un menor el nivel de participación del primer propietario, el número de disposiciones estatutarias defensivas utilizadas en las empresas blindadas es mayor. En este sentido, y basándonos en los argumentos de Danielson y Karpoff (1998), este hecho puede reflejar la necesidad de que los estatutos contengan mayores niveles de blindaje para asegurar la posición de los internos ante su menor participación en el capital, de manera que la utilización conjunta de diversas medidas defensivas sea el resultado de la búsqueda por parte de los agentes internos de efectos complementarios entre diversas disposiciones, o el efecto final de la mayor posibilidad de aprobar varias medidas defensivas cuando los accionistas han apoyado con anterioridad alguna disposición de blindaje.

Por otro lado, y en referencia al tipo de disposición utilizada en los diferentes grupos configurados en función del nivel de concentración, podemos observar en el cuadro 11 que las empresas blindadas con una mayor concentración utilizan fundamentalmente la disposición de mayorías cualificadas como medida defensiva, seguida, a partir del año 1999, por la exigencia de una antigüedad mínima como consejero para poder optar al puesto de presidente del consejo de administración. El uso de mayorías cualificadas superiores a las establecidas de manera general por el TRLSA, junto con los elevados niveles de concentración (la mediana de participación del primer accionista supera en todos los años el 50 por ciento), puede convertirse en una combinación de elementos que permitan, de manera eficaz, blindar las posiciones de los agentes internos en este tipo de empresas. Además, destaca, en este grupo de empresas, la tendencia decreciente del uso de la renovación escalonada del consejo como medida de blindaje, que pasa de encontrarse en 1996 en el 50 por ciento de los estatutos de estas sociedades al 10 por ciento en el año 2002.

En las empresas de concentración media se puede observar como, al igual que en el caso de las sociedades con estructuras de propiedad más concentradas, es la exigencia de mayorías cualificadas la disposición defensiva más utilizada, si bien el peso de dicha medida sigue una tendencia decreciente a lo largo de los años analizados, al pasar del 77.8 por ciento en 1996 al 47.4 por ciento en el año 2002. Por otro lado, destaca la distribución uniforme del resto de disposiciones, cuyo peso se sitúa en torno al 30 por ciento en el año 2002.

Por último, en las empresas de concentración baja, la distribución de las medidas utilizadas cambia de manera económicamente significativa con respecto a la seguida en los dos grupos anteriores, ya que, en las empresas con estructuras de propiedad menos concentradas, la disposición más utilizada es la limitación del porcentaje de voto que puede emitir un accionista, medida que se recoge en el 73.7 por ciento de los estatutos de las sociedades de este grupo en el año 2002. Sin embargo, en este grupo de sociedades, no pierde relevancia el requisito de mayorías cualificadas que, en referencia al último periodo, es utilizado por el 47.4 por ciento de las empresas blindadas.

De esta forma, los resultados alcanzados parecen apuntar que el blindaje de las empresas analizadas, no sólo presenta diferencias económicamente significativas con respecto a su dimensión cuantitativa sino, además, en la distribución de la elección de las medidas de blindaje utilizadas. Así, las empresas que cuentan con unos niveles de concentración de propiedad más elevados son, a su vez, las sociedades que utilizan en menor medida los límites en los derechos de voto, mientras que dicha disposición es utilizada por una amplia mayoría de sociedades de concentración de propiedad baja, reflejo quizás de que la presencia de límites en la emisión de votos conlleva que los niveles de propiedad que superan el establecido como porcentaje de voto máximo se convierten, de facto, en participaciones sin derecho a voto.

Cuadro 10.

**Índice de blindaje y concentración de propiedad. 1996-2002**

<b>1996</b>			
	<b>Concentración alta</b>	<b>Concentración media</b>	<b>Concentración baja</b>
<b>Concentración (Mediana)</b>	56	29.5	12.9
<b>Nº de disposiciones</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>
<b>0</b>	50	57.1	76.2
<b>1</b>	37	19	9.5
<b>2</b>	10	4.8	9.5
<b>3</b>	0	14.3	0
<b>4</b>	5	4.8	4.8
<b>Media-Desviación</b>	0.8-1	0.9-1.3	0.5-1
<b>Mediana</b>	0.5	0	0
<b>Mínimo-Máximo</b>	0-4	0-4	0-4
<b>Contraste t</b>			
Concentración alta vs concentración media		-0.425 (0.673)	
Concentración alta vs concentración baja		0.855 (0.398)	
Concentración media vs concentración baja		1.184 (0.244)	
<b>Total empresas</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>1999</b>			
	<b>Concentración alta</b>	<b>Concentración media</b>	<b>Concentración baja</b>
<b>Concentración (Mediana)</b>	61.7	37.3	11.5
<b>Nº de disposiciones</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>
<b>0</b>	55	52.6	65.8
<b>1</b>	40	26.3	18.4
<b>2</b>	0	7.9	5.3
<b>3</b>	0	5.3	7.9
<b>4</b>	5	7.9	2.6
<b>Media-Desviación</b>	0.6-0.9	0.9-1.2	0.6-1.1
<b>Mediana</b>	0	0	0
<b>Mínimo-Máximo</b>	0-4	0-4	0-4
<b>Contraste t</b>			
Concentración alta vs concentración media		-1.010 (0.317)	
Concentración alta vs concentración baja		-0.116 (0.909)	
Concentración media vs concentración baja		0.985 (0.328)	
<b>Total empresas</b>	<b>20</b>	<b>38</b>	<b>38</b>
<b>2002</b>			
	<b>Concentración alta</b>	<b>Concentración media</b>	<b>Concentración baja</b>
<b>Concentración (Mediana)</b>	76.2	36.6	12
<b>Nº de disposiciones</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>	<b>% de empresas</b>
<b>0</b>	50	57.8	57.8
<b>1</b>	45	24.4	17.8
<b>2</b>	0	11.1	8.9
<b>3</b>	0	2.2	11.1
<b>4</b>	5	4.4	4.4
<b>Media-Desviación</b>	0.7-0.9	0.7-1.1	0.9-1.2
<b>Mediana</b>	0.5	0	0
<b>Mínimo-Máximo</b>	0-4	0-4	0-4
<b>Contraste t</b>			
Concentración alta vs concentración media		-0.234 (0.816)	
Concentración alta vs concentración baja		-0.778 (0.440)	
Concentración media vs concentración baja		-0.641 (0.523)	
<b>Total empresas</b>	<b>20</b>	<b>45</b>	<b>45</b>

Cuadro 11.

**Distribución de las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas y concentración de propiedad. 1996-2002**

<b>1996</b>			
	<b>Concentración alta</b>	<b>Concentración media</b>	<b>Concentración baja</b>
<b>Concentración (Mediana)</b>	56	29.5	12.9
<b>Mayorías cualificadas</b>	50	77.8	60
<b>Límite en el porcentaje de voto</b>	20	22.2	80
<b>Antigüedad como accionista</b>	20	33.3	20
<b>Antigüedad como consejero</b>	10	33.3	20
<b>Renovación escalonada</b>	50	44.4	20
<b>Empresas blindadas</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>5</b>
<b>1999</b>			
	<b>Concentración alta</b>	<b>Concentración media</b>	<b>Concentración baja</b>
<b>Concentración (Mediana)</b>	61.7	37.3	11.5
<b>Mayorías cualificadas</b>	44.4	61.1	38.5
<b>Límite en el porcentaje de voto</b>	11.1	38.9	61.5
<b>Antigüedad como accionista</b>	11.1	33.3	30.8
<b>Antigüedad como consejero</b>	44.4	27.8	30.8
<b>Renovación escalonada</b>	22.2	27.8	23.1
<b>Empresas blindadas</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>13</b>
<b>2002</b>			
	<b>Concentración alta</b>	<b>Concentración media</b>	<b>Concentración baja</b>
<b>Concentración (Mediana)</b>	76.2	36.6	12
<b>Mayorías cualificadas</b>	50	47.4	47.4
<b>Límite en el porcentaje de voto</b>	20	31.6	73.7
<b>Antigüedad como accionista</b>	10	26.3	31.6
<b>Antigüedad como consejero</b>	40	36.8	31.6
<b>Renovación escalonada</b>	10	26.3	21.1
<b>Empresas blindadas</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>19</b>

## 4. Conclusiones

En el presente trabajo, hemos estudiado dos elementos del sistema de gobierno corporativo, la propiedad y el blindaje contenido en los estatutos sociales, desde un enfoque enmarcado en la corriente *Law and Finance*, según la cual, el nivel de protección ofrecido a los inversores externos por el sistema legal imperante en un país puede contribuir a explicar el comportamiento económico de los mismos. Nuestro propósito ha sido contrastar las predicciones teóricas formuladas en dicha literatura en relación con los mecanismos de gobierno citados.

El estudio de la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas en el período 1996-2002, se ha realizado basándonos en la metodología de determinación de las cadenas de control, la cual permite identificar al último propietario de los derechos de voto. Los resultados revelan la presencia de elevados niveles de control entre los principales accionistas, así como la existencia, de manera mayoritaria, de grupos familiares en el control de las sociedades cotizadas. Dicho control familiar no corresponde únicamente a las empresas de menor tamaño, ni a aquellas cuya actividad se encuentra integrada en sectores tradicionales. Además, los resultados muestran una estabilidad de la dimensión cuantitativa de las estructuras de control, al mostrarse que, en los años objeto de estudio, los niveles de participación de los principales accionistas no se modifican de una forma relevante, situándose el nivel de participación de los tres primeros accionistas en torno al 45 por ciento de los derechos de voto. Sin embargo, la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas experimenta cambios económicamente significativos que reflejan, de manera destacada, una mayor ponderación del control familiar, el cual supone el 52.7 por ciento de las empresas no financieras cotizadas en el año 2002, y un menor peso de las entidades financieras y administraciones públicas como principales accionistas de dichas empresas.

Por otra parte, tras la recopilación de los estatutos sociales vigentes entre 1996 y 2002 de las empresas no financieras cotizadas españolas, hemos presentado en este trabajo un estudio del nivel de blindaje de las sociedades cotizadas en el mercado español. El análisis de la normativa interna de gobierno nos ha permitido obtener cinco disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas analizadas, las cuales pueden agruparse en dos categorías: medidas destinadas a la regulación del procedimiento de voto en la junta general de accionistas, y disposiciones que regulan la composición del consejo de administración. Los resultados obtenidos no permiten calificar de marginal la utilización de disposiciones estatutarias defensivas por parte de las empresas cotizadas españolas; observándose una evolución creciente y estadísticamente significativa del nivel medio de blindaje contenido en los estatutos sociales. De esta forma, en el mercado español la ponderación de las empresas blindadas, es decir, las que cuentan en su normativa interna de gobierno con al menos una disposición defensiva, pasa del 38.7 por ciento en 1996 al 43.7 por ciento en el año 2002. Además, en este último año, las sociedades que cuentan en sus estatutos con dos o más medidas defensivas alcanzan el 18.5 por ciento. Las disposiciones más utilizadas son aquellas destinadas a la regulación del procedimiento de voto de las juntas generales de accionistas, es decir, la exigencia de mayorías cualificadas y la limitación en el porcentaje de voto que puede emitir un accionista, aunque la evolución en el periodo analizado

de ambas disposiciones es contraria, decreciente en la primera y creciente en la segunda.

Los resultados obtenidos se encuentran en consonancia con las predicciones teóricas, así como con la evidencia empírica relativas a la presencia de estructuras de propiedad concentrada, la naturaleza familiar de los accionistas controladores y la existencia significativa de medidas defensivas en los países con una menor defensa de los intereses de los inversores externos por parte del sistema legal. De esta forma, los resultados presentados implican que debe profundizarse en el estudio de la incidencia que puede tener, para la estructura de gobierno, la presencia de grupos familiares en el control, y la utilización destacada de disposiciones defensivas en la normativa específica de gobierno de las sociedades cotizadas españolas, puesta de manifiesto en el presente estudio. Además, las evidencias obtenidas aconsejan continuar avanzando en la investigación de la influencia de ambos aspectos del sistema de gobierno corporativo en la *performance* de las sociedades cotizadas en el mercado español.

## ANEXO

*Cuadro A.I.*

### **Derechos de voto del principal accionista en las empresas cotizadas europeas**

	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desviación</b>
Austria	53.52	54.40	22.77
Bélgica	40.00	39.56	23.20
Finlandia	37.43	33.70	22.44
Francia	48.32	50.00	25.55
Alemania	54.50	50.76	28.70
Irlanda	21.55	16.64	16.39
Italia	48.26	50.11	21.00
Noruega	31.47	27.78	20.18
Portugal	41.00	44.95	19.18
España	44.24	35.73	29.59
Suecia	30.96	24.90	22.37
Suiza	46.68	50.00	25.97
Reino Unido	25.13	18.02	17.87
<b>Total</b>	<b>38.48</b>	<b>30.01</b>	<b>26.10</b>

Fuente: Faccio y Lang (2002)  
Empresas financieras y no financieras cuyo principal accionista participe al menos en un 5 por ciento de los derechos de voto.

## Identidad del último propietario en empresas cotizadas europeas financieras y no financieras

	Tipo de Empresa	Propiedad difusa	Familias	Administración pública	Empresa no finc. de propiedad difusa	Empresa finc. de propiedad difusa	Otros	Cross-holding
Austria	Financiera	10.00	38.33	13.33	0.00	18.33	16.67	3.33
	No financiera	11.59	59.18	16.18	0.00	4.35	8.70	0.00
Bélgica	Financiera	37.25	32.35	1.96	1.96	13.73	12.75	0.00
	No financiera	8.86	63.92	2.53	0.00	12.03	12.66	0.00
Finlandia	Financiera	23.08	64.10	10.26	0.00	2.56	0.00	0.00
	No financiera	31.71	44.11	17.07	1.22	0.61	5.28	0.00
Francia	Financiera	22.45	33.16	6.63	0.00	36.22	1.53	0.00
	No financiera	12.38	70.92	4.81	4.52	6.58	0.79	0.00
Alemania	Financiera	12.75	37.58	5.88	0.00	28.27	1.96	13.56
	No financiera	9.97	69.20	6.37	4.26	5.82	3.61	0.76
Irlanda	Financiera	63.64	13.64	9.09	4.55	0.00	9.09	0.00
	No financiera	62.07	26.72	0.00	1.72	5.17	4.31	0.00
Italia	Financiera	24.49	18.37	8.16	7.14	38.78	0.00	3.06
	No financiera	9.43	72.33	11.01	1.57	4.09	1.57	0.00
Noruega	Financiera	56.00	12.00	24.00	0.00	4.00	4.00	0.00
	No financiera	33.08	43.65	10.99	0.38	4.55	4.64	2.71
Portugal	Financiera	19.05	71.43	0.00	0.00	4.76	4.76	0.00
	No financiera	23.44	55.47	7.81	0.78	4.69	7.81	0.00
España	Financiera	29.41	23.37	7.35	0.00	38.40	1.47	0.00
	No financiera	25.85	62.03	3.49	1.95	6.34	0.28	0.06
Suecia	Financiera	50	40.48	4.76	0.00	2.38	2.38	0.00
	No financiera	37.43	47.49	5.03	0.00	3.35	6.70	0.00
Suiza	Financiera	32.69	24.04	17.31	0.00	16.35	9.62	0.00
	No financiera	25.93	55.86	4.12	1.44	7.10	5.25	0.31
Reino Unido	Financiera	60.11	18.01	0.00	0.42	17.94	3.53	0.00
	No financiera	63.76	24.97	0.09	0.84	6.90	3.44	0.00
<b>Total</b>	Financiera	<b>39.92</b>	<b>26.54</b>	<b>5.05</b>	<b>1.31</b>	<b>21.48</b>	<b>4.00</b>	<b>1.71</b>
	No financiera	<b>36.39</b>	<b>48.15</b>	<b>3.85</b>	<b>2.13</b>	<b>5.96</b>	<b>3.30</b>	<b>0.21</b>

Fuente: Faccio y Lang (2002)

Cuadro A.III.

**Naturaleza del propietario final de las empresas cotizadas españolas a 31/12/2002**

<b>Alimentación, bebidas y tabaco</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Altadis	Fondo o Banco de inversión	Koipe	Familia
Barón de Ley	Familia	Natra	Familia
Bodegas Riojanas	Familia	Paternina	Familia
Campofrio	Familia	Pescanova	Familia
C.V.N.E	Familia	Sos Cuetara	Familia
Ebro Puleva	Familia	Viscofán	Familia
<b>Comercio minorista, textil, vestido, calzado y otros bienes de consumo</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Adolfo Domínguez	Familia	Faes	Propiedad Difusa
Aldeasa	Fondo o Banco de inversión	Inditex	Familia
Carrefour	Familia	Indo	Familia
Cortefiel	Familia	Tavex Algodonera	Otros
Dogi	Familia	Unipapel	Familia
Enaco	Familia	Vidrala	Banco o Caja de Ahorros
<b>Fabricación y montaje de bienes de equipo</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Azkoyen	Familia	Gamesa	Banco o Caja de Ahorros
CAF	Banco o Caja de Ahorros	Mecalux	Familia
Duro Felguera	Otros	Nicolás Correa	Familia
Elecnor	Familia	Zardoya Otis	Empresa no financiera
Nueva Montaña	Familia	Tudor	Empresa no financiera
<b>Metales</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Aceralia	Empresa no financiera	Global Steel	Familia
Acerinox	Banco o Caja de Ahorros	Lingotes especiales	Familia
Cie automotiv	Fondo o Banco de Inversión	Tubacex	Propiedad Difusa
Española del Zinc	Propiedad Difusa	Tubos Reunidos	Banco o Caja de Ahorros
<b>Materiales de construcción, papel, madera y químicas</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Cementos Pórtland	Familia	Miquel y Costas	Banco o Caja de Ahorros
EIA	Familia	Seda Barna	Propiedad Difusa
Ence	Banco o Caja de Ahorros	Sniace	Propiedad Difusa
Ercros	Propiedad Difusa	Tafisa	Familia
Europac	Familia	Uniland	Familia
Iberpapel	Familia	Uralita	Familia
<b>Energía</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Cepsa	Empresa no Financiera	Iberdrola	Banco o Fondo de Inversión
Enagas	Banco o Caja de Ahorros	REE	Administración Pública
Endesa	Propiedad Difusa	Repsol	Banco o Caja de Ahorros
Gas Natural	Banco o Caja de Ahorros	Unión Fenosa	Banco o Caja de Ahorros
<b>Construcción</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
ACS	Familia	FCC	Familia
Acciona	Familia	Ferrovial	Familia
Dragados	Familia	OHL	Familia

**Naturaleza del propietario final de las empresas cotizadas españolas a 31/12/2002**

<b>Telecomunicaciones y servicios de información</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Prisa Recoletos Sogecable	Familia Empresa no Financiera Familia	Telefónica Telefónica Móviles	Propiedad Difusa Empresa no Financiera
<b>Inmobiliarias</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Bami Colonial Inmocaral Inbesos Metrovacesa	Banco o Caja de Ahorros Banco o Caja de Ahorros Familia Familia Banco o Caja de Ahorros	Sotogrande Testa Urbas Urbis Vallehermoso	Empresa no Financiera Familia Propiedad Difusa Banco o Caja de Ahorros Familia
<b>Aparcamientos y autopistas</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Acesa Aurea	Banco o Caja de Ahorros Familia	Europistas Iberpistas	Familia Banco o Caja de Ahorros
<b>Ocio, turismo, hostelería, transporte, distribución y otros servicios de mercado</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Aguas Barna Azkar Funespaña Iberia Prosegur	Banco o Caja de Ahorros Familia Familia Banco o Caja de Ahorros Familia	Legista NH hoteles Parques Reunidos Tele Pizza Sol Meliá	Fondo o Banco de Inversión Propiedad Difusa Familia Fondo o Banco de Inversión Familia
<b>Nuevo Mercado</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>	<b>Empresa</b>	<b>Identidad</b>
Abengoa Amadeus Amper Avanzit Befesa Indra Natraceutical	Familia Administración Pública Fondo o Banco de Inversión Familia Familia Banco o Caja de Ahorros Familia	Puleva Biotech Service Point Solutions TPI Tecnocom Terra Zeltia	Familia Propiedad Difusa Empresa no Financiera Otros Empresa no Financiera Familia

## REFERENCIAS

- AGRAWAL, A. y MANDELKER, G.N. (1990). "Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 25. Nº 2. Páginas 143-161.
- ALEMANY, M y CRESPI, R. (2001). *Why takeover defenses in Spain?*. IX Foro de Finanzas. Navarra.
- BEBCHUK, L.A. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control. National Bureau of Economic Research. WP 7203.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. Editorial McMillan. New York.
- BRICKLEY, J.A.; LEASE, R.C. y SMITH, C.W. (1988). "Ownership structure and voting on antitakeover amendments". *Journal of Financial Economics*. Vol 20. Páginas 267-291.
- BURKART, M.; PANUNZI, F. y SHLEIFER, A. (2002). Family firms. *National Bureau of Economic Research*. WP 8776.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. y LANG, L. (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations". *Journal of Financial Economics*. Vol 58. Páginas 81-112.
- CRESPI, R. (1997). A survey on Spanish corporate governance rules, statistics and institutions. European Corporate Governance Network.
- CUERVO, A.(2002). "Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control". *Corporate Governance*. Vol 10. Nº 2. Páginas. 84-93.
- DANIELSON, M.C. y KARPOFF, J.M. (1998). "On the uses of corporate governance provisions". *Journal of Corporate Finance*. Vol.4. Páginas 347-371.
- DEANGELO, H. y RICE, E.M. (1983). "Antitakeover charter amendments and stockholder wealth". *Journal of Financial Economics*. Vol.11. Páginas 329-360.
- DEMSETZ, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law and Economics*. Vol. 26. Páginas 375-390.
- DEMSETZ, H y LEHN, K. (1985). "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy*. Vol. 93. Nº 6. Páginas 1155-1177.
- DENIS, D.J. y DENIS, D.K. (1994). "Majority owner-managers and organizational efficiency". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 1. Páginas 91-118.
- FACCIO, L y LANG, L. (2002). "The ultimate ownership of Western European corporations". *Journal of Financial Economics*. Vol. 65. Páginas 365-395.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of Law & Economics*. Vol. XXVI. June. Páginas 301-325.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A.I. y GÓMEZ ANSÓN, S. (1997). "La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español". *Investigaciones Económicas*. Vol. XXI. Nº 1. Páginas 129-138.

- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A.I. y GÓMEZ ANSÓN, S. (1998). El gobierno de la empresa. VIII Congreso Nacional de la Asociación Científica de Economía y Dirección de la Empresa (ACEDE). Ponencias. Vol. II. Páginas 135-156.
- GALVE GÓRRIZ, C. y SALAS FUMÁS, V. (1992). "Estructura de propiedad de la empresa española". *Revista de Economía Española*. Nº 701. Páginas 79-90.
- GALVE GÓRRIZ, C. y SALAS FUMÁS, V. (1995). "Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas". *Información Comercial Española*. Abril. Nº 740. Páginas 119-129.
- GOMPERS, P.A.; ISHII, J.L. y METRICK, A. (2001). Corporate governance and equity prices. *National Bureau of Economic Research*. WP 8449.
- GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. Y MENÉNDEZ REQUEJO, S. (1993). "Implicaciones de la estructura de propiedad sobre las decisiones financieras de la empresa". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol 2. Nº 3. Páginas 89-98.
- HOLDERNESS, C.G. y SHEEHAN, D.P. (1988). "The role of majority shareholders in publicly held corporations. An exploratory analysis". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20. Páginas 317-346.
- HOLDERNESS, C.G.; KROZNER, R.S. y SHEEHAN, D.P. (1999). "Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression". *The Journal of Finance*. Vol. LIV. Nº 2. Páginas 435-469.
- JARREL, G.A. y POULSEN, A.B. (1987). "Shark repellents and stocks prices. The effects of antitakeover amendments since 1980". *Journal of Financial Economics*. Vol. 19. Páginas 127-168.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure". *Journal of Financial Economics*. Vol 3. Nº 4. Páginas.305-360.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, vol 106, nº 6, pág. 1113-1155.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999). "Corporate ownership around the world". *The Journal of Finance*. Vol LIV. Nº 2. Páginas 471-517.
- LINN, S.C. y MCCONNELL, J.J. (1983). "An empirical investigation of the impact of "antitakeover" amendments on common stockprices". *Journal of Financial Economics*. Vol. 11. Páginas 361-399.
- MAHONEY, J y MAHONEY, J. (1993). "An empirical investigation of the effect of corporate charter amendments on stockholder wealth". *Strategic Management Journal*. Vol. 14. Nº 1. Páginas 17-31.
- MANNE, H. (1965). "Mergers and the market for corporate control". *Journal of Political Economy*. Vol 73. Páginas 110-120.
- MCWILLIAMS, V.B. y SEN, N. (1997). "Board monitoring and antitakeover amendments". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 32. Nº 4. Páginas 491-505.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988). "Manegement ownership and market valuation. An empirical analysis". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20. Páginas 293-315.
- NENOVA, T. (2003). "The value of a corporate voting rights and control: A cross-country analysis". *Journal of Financial Economics*. Vol. 68. Páginas 325-351.
- PEDERSEN, T. y THOMSEN, S. (1999). "European patterns of corporate ownership". *Journal of International Business Studies*. Vol. 28. Nº 4. Páginas. 759-778.
- POUND, J. (1987). "The effects of antitakeover amendments on takeover activity: some direct evidence". *Journal of Law and Economics*. Vol. XXX. Páginas .353-369.

- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1986). "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*. Vol. 94. Páginas 461-488.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997). "A survey of corporate governance". *The Journal of Finance*. Vol. LII. Nº 2. Páginas 737-783.
- SHLEIFER, A. y WOLFENZON, D. (2000). Investor protection and equity markets. *National Bureau of Economic Research*. WP 7974.
- THOMSEN, S. y PEDERSEN, T. (2000). "Ownership structure and economic performance in the largest European companies". *Strategic Management Journal*. Vol. 21. Páginas 689-705.
- WALSH, J.P. y SEWARD, J.K. (1990). "On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms". *Academy of Management Review*. Vol 15. Páginas 421-458.
- WOLFENZON, D. (1999). *Essay on corporate ownership*. Tesis Doctoral Harvard University.



[www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

**Oficina en Madrid**

Paseo de la Castellana 19  
28046 Madrid  
Tel.: 91 585 1500

**Oficina en Barcelona**

Passeig de Gràcia 19  
08007 Barcelona  
Tel.: 93 304 7300

ISBN 84-87870-38-4



9 788487 870385