

D. J. SANTANA MARTÍN \*  
I. AGUIAR DÍAZ \*\*

## El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)

*SUMARIO:* 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. 3. *Metodología: definición de las cadenas de control.* 3.1. Tipología de los propietarios finales. 3.2. Determinación de la muestra y fuentes de información. 3.3. Ejemplos. 4. *El último propietario de las empresas cotizadas españolas.* 4.1. Tamaño y naturaleza del propietario. 4.2. Sector y naturaleza del último propietario. 5. *Conclusiones. Referencias bibliográficas*

**RESUMEN:** En el presente trabajo realizamos un análisis de la estructura de propiedad de las empresas no financieras cotizadas españolas entre los años 1996 y 2002. Basándonos en la metodología de definición de las cadenas de control, dibujamos la totalidad de los eslabones de propiedad, identificando con ello al propietario final de los derechos de voto. Para realizar el análisis ha sido necesario la combinación de diversas fuentes de información (Comisión Nacional del Mercado de Valores, base de datos Informa, informes anuales, etc.). Los resultados obtenidos muestran como el nivel de control del primer accionista se sitúa en torno al 29% de los derechos de voto, y como en el 52.2% de las empresas cotizadas la naturaleza de este último propietario es familiar. Además, el control de grupos familiares no se suscribe únicamente a las empresas de menor tamaño, ni aquellas cuya actividad se encuentra integrada en sectores tradicionales.

**Palabras clave:** último propietario, cadena de control, pirámides, empresa familiar.

**ABSTRACT:** The present paper tries to analyze the corporate ownership of Spanish listed no financial firms in the period 1996-2002. Based on the control chain methodology, we identify the ultimate owner of the voting rights, using different sources of information to carry out the analysis (Spanish Stock Exchange Commission, Informa data base, annual financial statements, etc.). The results show how the control level of the principal owner pla-

\* Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Campus de Tafira. CP 35017. Las Palmas de Gran Canaria. Telf.: 928 45 81 69 - Fax: 928 45 81 77. E-mail: [jsantana@defc.ulpgc.es](mailto:jsantana@defc.ulpgc.es)

\*\* Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Campus de Tafira. 35017 Las Palmas de Gran Canaria. Tel.: 928 45 28 19. Fax: 928 45 81 77. E-mail: [iaguiar@defc.ulpgc.es](mailto:iaguiar@defc.ulpgc.es)

ces around 29% of the vote rights, as well the familiar character of the ultimate owner for the 52.2% of the listed companies. Besides this, the control of family groups is not exclusively related to small size companies or those involved in the traditional industries.

**Keywords:** ultimate owner, control chain, pyramid, family firm.

## **1. Introducción**

En los trabajos enmarcados en el estudio del sistema de gobierno corporativo, el análisis de la propiedad de los derechos de voto, es decir, de los derechos de control sobre las decisiones no especificadas en los contratos establecidos en el marco corporativo, se convierte en un elemento que toma una especial relevancia para entender los conflictos de agencia a los que debe hacer frente una empresa. Siguiendo este argumento, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) dibujan la estructura de propiedad de los derechos de voto mediante la determinación de lo que estos autores denominan la «cadena de control», permitiendo con ello identificar al «último propietario» que se sitúa en el control de la empresa. En su trabajo, analizan las estructuras de propiedad de 30 empresas cotizadas para cada uno de los 27 países más desarrollados, llegando a la conclusión de que dichas estructuras se caracterizan por la presencia generalizada de una elevada concentración del control, la posición mayoritaria de grupos familiares como principales accionistas y el uso de estructuras de propiedad complejas como pueden ser las piramidales.

Posteriormente, Claessens, Djankov y Lang (2000) basándose en la metodología de definición de las cadenas de control, analizan la estructura de propiedad de empresas cotizadas en nueve países del este asiático. Su estudio revela como un pequeño número de familias son identificadas como los últimos propietarios de una parte significativa de la capitalización total de las empresas analizadas. De manera más reciente, Faccio y Lang (2002) definen las cadenas de control de empresas cotizadas europeas, encontrando que la propiedad difusa y las sociedades controladas por familias predominan entre las mismas, siendo más frecuente la propiedad atomizada entre las empresas financieras y las grandes empresas, mientras que el control familiar es más usual entre las sociedades de menor tamaño y las no financieras.

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, ya analizada en estudios precedentes, entre otros, en los trabajos de Galve y Salas (1992,1994), González y Menéndez (1993), Andrés, Azofra y Rodríguez (2000) y López y Rodríguez (2001). Sin embargo, la utilización de dicha metodología 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 controlan las grandes empresas españolas. Así, Faccio y Lang (2002) muestran que en España el 62.03% de las sociedades no financieras cotizadas son familiares, resultado que difiere de manera significativa de los resultados aportados en los trabajos anteriores.

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 cuestión se encuentra relacionada con el período de análisis de los trabajos de La Porta y cols. (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 período 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 mayor medida, cuando los estudios precedentes hacen referencia a un período anterior a la privatización de un conjunto destacado de empresas españolas. Por esta razón, en el presente trabajo se analiza, siguiendo la metodología de identificación del último propietario, la estructura de propiedad de una muestra de empresas 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 sea 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, 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.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma; en el segundo apartado se revisan algunos de los posibles determinantes de la presencia de estructuras de propiedad concentrada entre las grandes empresas, incidiendo en la importancia que toma la naturaleza de los accionistas controladores como dimensión de la estructura de propiedad. En la tercera sección describimos la metodología utilizada, así como la determinación de la muestra y las fuentes de información a las que hemos acudido. En el apartado cuarto presentamos los resultados del estudio. Finalmente en la sección cinco se exponen las principales conclusiones del trabajo.

## **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

<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.

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, Demsetz (1983), Demsetz y Lehn (1985), Shleifer y Vishny (1986), Holderness y Sheehan (1988), Holderness, Kroszner y Sheehan (1999), La Porta y cols. (1999), Pedersen y Thomsen (1999), Claessens y cols. (2000) y Faccio y Lang (2002), entre otros, 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.

La relevancia 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 y la reducción de su participación en la propiedad, resultado 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

De manera reciente, 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>2</sup>. Así, el estudio de Bebchuk (1999) sugiere una mayor presencia de

<sup>2</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 proporcionada 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 salvaguarda, y dentro de éstos, la defensa más débil de los inversores externos se encuentra en la legislación de origen francés.

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, 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.

Por otro lado, Burkart, Panunzi y Shleifer (2003), 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 de gobierno corporativo, 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, 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. En esta línea, Fernández y Gómez (1999) argumentan que la participación en el capital no es la única fuente de poder de los internos. Así, aspectos como la pertenencia a un grupo familiar o el control ejercido por otros accionistas 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.

### **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 inhe-

rentes a las características del núcleo de accionistas pueden ser determinantes para entender el comportamiento y objetivos corporativos.

De esta forma, La Porta y cols. (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 y cols. (2000) y Faccio y Lang (2002) siguiendo la metodología de identificación del último propietario analizan la propiedad de empresas asiáticas y europeas 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 y cols. (1999). En el presente estudio nos basaremos en la metodología propuesta por Claessens y cols. (2000) y Faccio y Lang (2002).

### 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>3</sup>.

*Empresas no financieras de propiedad difusa:* empresas no financieras en las que no existe 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.

<sup>3</sup> Debemos comentar que en los trabajos precedentes, las empresas controladas por individuos son calificadas automáticamente como familiares, mientras que en el presente trabajo 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.

*Otros:* Trabajadores, individuos que de manera esporádica son los principales accionistas de una empresa, etc.

En el presente trabajo, siguiendo a La Porta y cols. (1999), Claessens y cols. (2000) y Faccio y Lang (2002), diremos que una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posee 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% de sus derechos de voto, y la empresa A posee al mismo tiempo el 20% de la empresa B, diremos que la empresa B está controlada por una familia, para un nivel de control del 10%, ya que tiene un último propietario, quien controla B indirectamente a través de una empresa. Sin embargo, para un nivel de control del 20%, 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%, concretamente una estructura piramidal. De manera que para que exista una pirámide, debe existir un último propietario, y éste 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>4</sup>. En el ejemplo anterior, la familia posee un 3.2% de los derechos de *cash flow* de B, es decir, el producto de sus participaciones a lo largo de la cadena ( $0.16 \times 0.2$ ). Sin embargo posee, siguiendo la metodología propuesta por Claessens y cols. (2000) y Faccio y Lang (2002), el 16% de los derechos de voto de B, es decir, el enlace más débil de la cadena de control [ $\text{Min}(0.16, 0.2)$ ]. Por tanto, si la familia posee el 100% 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%.

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% de los derechos de *cash flow* de B ( $0.16 \times 0.2 + 0.06$ ), y en el 22% de sus derechos de voto, es decir, [ $\text{Min}(0.16, 0.2) + 0.06$ ]. Por otra parte, Faccio y Lang (2002) establecen que una empresa A se encuentra controlada a través de un *cross-holding*, al 20 por ciento de nivel de control, si una empresa B tiene una participación en A de al menos un 20%, y A posee de B al menos un 20% de sus derechos de voto, o si la empresa A posee directamente al menos un 20% de sus propias acciones.

<sup>4</sup> Véase en Wolfenzon (1999), un estudio teórico sobre la utilización de este tipo de estructuras.

### 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 cinco empresas no domiciliadas en España, por lo que la muestra final queda constituida por 111 empresas no financieras. De estas empresas hemos analizado sus estructuras de propiedad a 31 de diciembre entre 1996 y 2002.

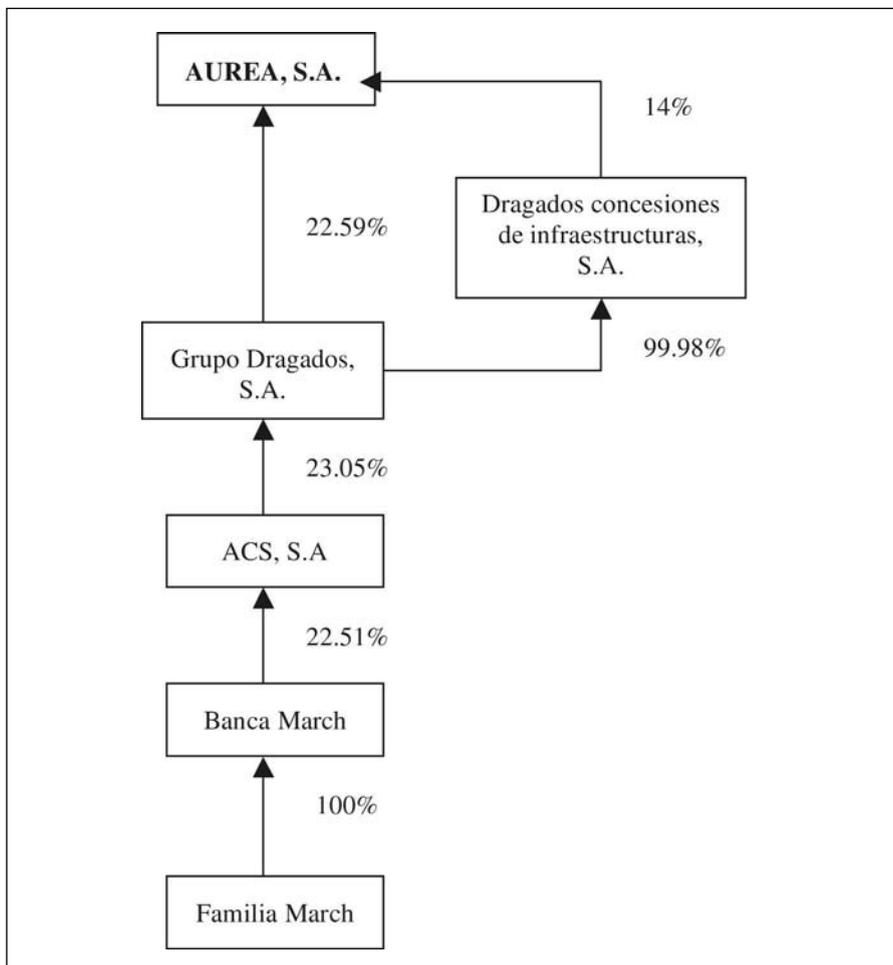
Para completar las cadenas de control partimos de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de la que obtenemos las participaciones directas e indirectas de aquellos accionistas con un porcentaje de acciones superior al 5%, así como 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 surgieron para dibujar su cadena de control.

### 3.3. 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 dos empresas españolas. Así, podemos observar en el gráfico 1, 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 Aurea, a 31 de diciembre de 2002, la familia March es el último propietario, ya que tiene una participación del 100% 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 36.51% de sus derechos de voto

[Min (0.2259, 0.2305, 0.2251, 1) + Min (0.9998, 0.14)], y un 15.16% de sus derechos de *cash flow* [(0.2259×0.2305×0.2251×1) + (0.9998×0.14)].

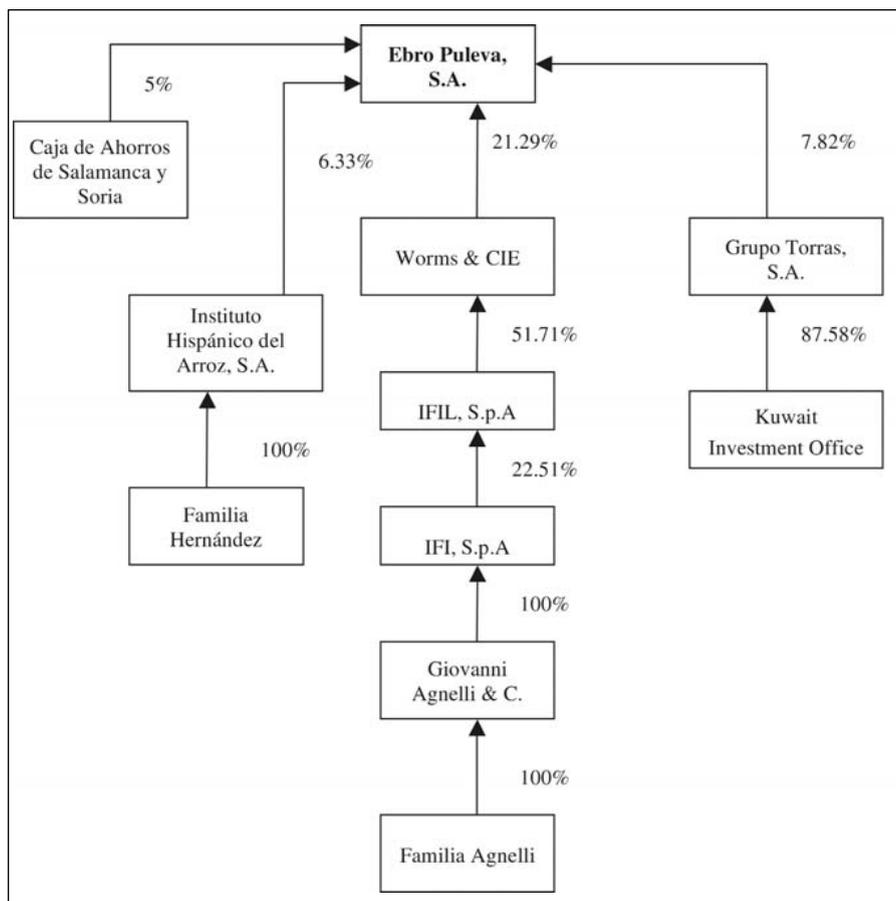
GRÁFICO 1.—*Cadena de control de Aurea, S. A. a 31 de diciembre de 2002*



En el gráfico 2 se representa el segundo ejemplo, en el que podemos observar como 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 al encontrarse controlada Ebro-Puleva 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 partici-

pación del 100%, 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% de los derechos de voto de Ebro-Puleva [Min (0.2129, 0.5171, 0.2251, 1, 1)], y el 2.47% de sus derechos de *cash flow* ( $0.2129 \times 0.5171 \times 0.2251 \times 1 \times 1$ ).

GRÁFICO 2.—Cadena de control de Ebro-Puleva, S.A. a 31 de diciembre de 2002



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

Presentamos en la tabla 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 período comprendido entre 1996 y 2002. En dicha tabla, podemos observar como 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.

TABLA 1.—*Nivel de control de los principales accionistas*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
A1							
Media-Desv	35.9-22.8	34.1-22.1	33.7-21.4	33.8-22.4	35.2-23.2	35.2-23.9	35.2-24.3
Mediana	28.1	29.5	29.5	28.4	29.3	30	29.8
Mín-Máx	0-91	0.2-91	1-91	1-91	1.2-92.2	1.2-93.3	1.3-99.5
A2							
Media-Desv	43.3-24	40.7-23.2	41-22.1	41.4-23.2	43.4-23.4	43.3-24	43.2-24
Mediana	41.2	35.1	38	37.9	39.8	38.9	40.6
Mín-Máx	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
A3							
Media-Desv	46.1-23.7	43.3-23.2	43.9-22.1	44.9-23.6	47.3-23.1	47.1-23.7	46.8-23.8
Mediana	46.1	40.5	43.6	44.6	47.9	43.8	45.8
Mín-Máx	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% si utilizamos como referencia la mediana, poseyendo el segundo accionista, en promedio, un 10% de los derechos de voto, de forma que los dos primeros accionistas definen aproximadamente un 40% del control de las empresas cotizadas españolas. Alcanzándose en términos medios, un 45% de los derechos de voto a través de la incorporación del siguiente accionista, al poseer este último alrededor de un 5% 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%. 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% de los derechos de voto (en la tabla 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).

Por otro lado, presentamos en la tabla 2 la identidad del último propietario de las empresas cotizadas españolas, para un nivel de control del 10%, en el período comprendido entre 1996 y 2002<sup>5</sup>. En el mismo se puede observar

<sup>5</sup> Presentamos los resultados relativos al 10% del nivel de control, con el fin de que los mismos puedan ser comparados en mayor medida con estudios precedentes sobre la estructura de

como en torno al 50% de las empresas cotizadas españolas son controladas por grupos familiares, observándose una tendencia creciente de dicha ponderación a lo largo del período objeto de estudio. Evolución que sigue una dirección inversa en el caso de la presencia de bancos y cajas como últimos propietarios, controlando alrededor del 18% de las empresas de la muestra. En orden de importancia como principales accionistas encontramos los fondos y bancos de inversión junto con las empresas no financieras de propiedad difusa, que ponderan alrededor de un 8% de la muestra, observándose una evolución más estable de las empresas no financieras, mientras que la tendencia creciente como últimos propietarios de los fondos y bancos de inversión es corregida en el año 2002, lo que puede ser reflejo tanto de la evolución de los mercados bursátiles en dicho período, como de la mayor ponderación de los objetivos relacionados con la gestión de carteras en este tipo de inversores.

TABLA 2.—*Distribución porcentual de la identidad del propietario final*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Familia	40.3	46.6	51.8	50	50	49	52.2
Bancos de propiedad difusa o Cajas de Ahorros	24.2	19.2	14.1	14.6	15.7	19.8	18
Fondos o Bancos de Inversión	8.1	6.8	5.9	7.3	9.8	10.4	6.3
Empresas no financieras de propiedad difusa	8	9.6	9.4	9.4	8.8	8.5	8.1
Administraciones Públicas	11.3	5.5	1.2	3.1	2.9	1.9	1.8
Otros	1.6	1.4	2.3	2.1	2	1.9	1.8
Propiedad difusa	6.45	10.9	15.3	13.5	10.8	8.5	11.7
Total de empresas	62	73	85	96	102	106	111

Por otro lado, se aprecia, reflejo de la política de privatizaciones, un acusado descenso de la presencia de administraciones públicas como propietarios finales de las empresas cotizadas españolas. Por último, podemos apreciar que en el año 2002, en torno al 11% de las estructuras de propiedad son atomizadas, al no existir en las mismas ningún accionista con una participación mayor al 10%. Además, podemos observar como 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 (ver en tabla A.II del anexo la

propiedad de las empresas cotizadas españolas en los que la propiedad difusa es definida para participaciones inferiores al 5%. 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.

distribución de los últimos propietarios para el conjunto de países europeos), podemos apreciar diferencias económicamente significativas en relación con el peso del control familiar de las empresas cotizadas españolas. Así, según el estudio de Faccio y Lang, en 1997 el 62% 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% 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 (ver en la tabla A.III del anexo el listado de las empresas analizadas, clasificadas sectorialmente junto con la naturaleza de su último propietario a finales de 2002).

#### 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 económicamente significativos en dicho período. Los resultados se presentan en la tabla 3.

Podemos observar como 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 las 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 de las empresas. 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.

#### 4.2. SECTOR Y NATURALEZA DEL ÚLTIMO PROPIETARIO

En la tabla 4 recogemos la distribución sectorial de los propietarios finales para los años 1996, 1999 y 2002. Así, las familias son, de manera destacada, en todos los años analizados 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. Debemos señalar, por otro lado, la creciente presencia de grupos familiares en las empresas del nuevo mercado, que pasan de controlar el 25% de las sociedades de alta tecnología en el año 1996, a ser los principales accionistas del 53.8% 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 como 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 cuanto a 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.

TABLA 4.—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
1996								
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	2.5	2.5	2.5	0	2.5	0	0	4
1999								
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

*El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)*

2002												
Alimentación, bebidas y tabaco	91.6	0	8.3	0	0	0	0	0	0	0	0	12
Comercio minorista	66.6	8.3	8.3	0	0	0	0	0	0	0	16.6	12
Fabricación y montaje de bienes de equipo	50	20	0	20	0	0	0	10	0	10	0	10
Metales	22.2	22.2	11.1	11.1	0	0	0	0	0	0	33.3	9
Materiales de construcción, papel, madera y químicas	58.3	16.6	0	0	0	0	0	0	0	0	25	12
Energía	0	50	12.5	12.5	0	12.5	0	0	0	0	12.5	8
Construcción	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
Telecomunicaciones y servicios de información	40	0	0	40	0	0	0	0	0	0	20	5
Inmobiliarias	40	40	0	10	0	0	0	0	0	0	10	10
Aparcamientos y autopistas	50	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Ocio, turismo, hostelería y otros servicios de mercado	50	20	20	0	0	0	0	0	0	0	10	10
Nuevo Mercado	53.8	0	7.7	15.3	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	13

Como reflejo de la política de privatizaciones que ha experimentado España en los últimos años, podemos observar como 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.

De este modo, el análisis evolutivo de la distribución sectorial de los propietarios finales refleja una consolidación de la presencia de familias como principales accionistas de empresas de sectores tradicionales, y un peso creciente del control familiar en las empresas de alta tecnología. Por otro lado, los bancos y fondos de inversión son otro tipo de propietario final que ha modificado su posicionamiento como accionistas controladores en los distintos sectores de actividad, mostrando una mayor presencia en los sectores energéticos y de ocio.

## **5. Conclusiones**

En el presente trabajo hemos identificado al último propietario de las empresas cotizadas españolas entre los años 1996 y 2002, basándonos en la metodología de determinación de las cadenas de control. De esta forma, hemos dibujado la totalidad de las relaciones de propiedad de las empresas cotizadas españolas hasta identificar al propietario final de los derechos de voto. En el desarrollo de este análisis ha sido necesario combinar distintas fuentes de información: base de participaciones significativas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, base de datos Informa, que ofrece información relativa al gobierno de empresas cotizadas y no cotizadas, informes anuales publicados por las propias empresas y consultas a las mismas.

Los resultados obtenidos se encuentran en consonancia con las implicaciones teóricas relativas a la presencia de estructuras de propiedad concentrada y la naturaleza familiar de los accionistas controladores, en los países con escasa defensa de los intereses de los inversores externos por parte del sistema legal. Así, se revela la existencia de elevados niveles de control entre los principales accionistas, así como, la presencia mayoritaria de grupos familiares en el control de las sociedades cotizadas. Debemos destacar que dicho control familiar no se suscribe únicamente a las empresas de menor tamaño, ni a aquellas cuya actividad se encuentra integrada en sectores tradicionales.

Además, los resultados reflejan 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. Por el contrario, 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. Así, mientras que las familias eran los pro-

pietarios finales del 40.3% de las empresas no financieras cotizadas en 1996, éstas pasan a controlar el 52.2% de las sociedades en el año 2002. Evolución contraria a la que experimentan bancos, cajas de ahorro y administraciones públicas, cuyo peso disminuye de forma significativa como principales accionistas a lo largo del período analizado.

Los resultados obtenidos reflejan que la determinación de las estructuras de propiedad basadas únicamente en la información suministrada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores no es suficiente para dibujar la totalidad de las relaciones de propiedad de las empresas cotizadas españolas y, por tanto, para establecer de forma completa las relaciones de agencia a las que debe hacer frente el sistema de gobierno corporativo.

De este modo, los resultados obtenidos aconsejan, en los estudios enmarcados en el análisis del gobierno corporativo en España, profundizar en la incidencia de la presencia de grupos familiares en el control de las empresas. En este sentido, aspectos como la sucesión en la propiedad y en los órganos de gobierno, la dispersión del capital entre los distintos miembros de la familia, la posible sujeción de los objetivos corporativos a los familiares, los conflictos entre accionistas familiares internos y externos, o la posible disparidad de intereses de la familia controladora con el resto de accionistas, obliga a tener en cuenta la influencia del sistema familiar en la estructura de gobierno corporativo de las empresas cotizadas españolas.

## **Referencias bibliográficas**

- ANDRÉS ALONSO, P.; AZOFRA PALENZUELA, V. y RODRÍGUEZ SANZ, J. A. (2000), «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español». *Investigaciones Económicas*, vol 24, núm. 3, págs. 641-679.
- 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*. Ed. McMillan, New York, NY.
- BURKART, M.; PANUNZI, F. y SHLEIFER, A. (2003), «Family firms». *Journal of Finance*, vol LVIII, núm. 5, págs. 2167-2201.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. y LANG, L. (2000), «The separation of ownership and control in East Asian corporations». *Journal of Financial Economics*, vol 58, págs. 81-112.
- CUERVO, A. (2002), «Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control». *Corporate Governance*, vol 10, núm. 2, págs. 84-93.
- DEMSETZ, H. (1983), «The structure of ownership and the theory of the firm». *Journal of Law and Economics*, vol 26, págs. 375-390.
- DEMSETZ, H. y LEHN, K. (1985), «The structure of corporate ownership: causes and consequences». *Journal of Political Economy*, vol 93, núm. 6, págs. 1155-1177.
- DENIS, D. J. y DENIS, D. K. (1994), «Majority owner-managers and organizational efficiency». *Journal of Corporate Finance*, vol 1, págs. 91-118.
- FACCIO, L. y LANG, L. (2000), «The ultimate ownership of Western European corporations». *Journal of Financial Economics*, vol 65, págs. 365-395.

- FAMA, E. F. (1980), «Agency problems and the theory of the firm». *Journal of Political Economy*, vol 88, núm. 2, págs. 288-307.
- FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983), «Separation of ownership and control». *Journal of Law & Economics*, vol XXVI, June, págs. 301-325.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A. I. y GÓMEZ-ANSÓN, S. (1999), «El gobierno de la empresa: mecanismos alienadores y supervisores de las actuaciones directivas». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol XXVIII, núm. 100.
- GALVE GÓRRIZ, C. y SALAS FUMÁS, V. (1992), «Estructura de propiedad de la empresa española». *Revista de Economía Española*, núm. 701, págs. 79-90.
- (1994), «Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa». *Revista de Economía Aplicada*, vol 2, núm. 4, págs. 75-102.
- (1995), «Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas». *Información Comercial Española*, Abril, núm. 740, págs. 119-129.
- 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, núm. 3, págs. 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, págs. 317-346.
- HOLDERNESS, C. G.; KROSZNER, 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, núm. 2, págs. 435-469.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998), «Law and Finance». *Journal of Political Economy*, vol 106, núm. 6, págs. 1113-1155.
- (2000), «Investor protection and corporate governance». *Journal of Financial Economics*, vol 58, núm. 1-2, págs. 3-27.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999), «Corporate ownership around the world». *The Journal of Finance*, vol LIV, núm. 2, págs. 471-517.
- LÓPEZ ITURRIAGA, F. J. y RODRÍGUEZ SANZ, J. A. (2001), «Ownership structure, corporate value and firm investment: A simultaneous equations analysis of Spanish companies». *Journal of Management and Governance*, vol 15, núm. 2, págs. 179-204.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1988), «Management ownership and market valuation. An empirical analysis». *Journal of Financial Economics*, vol 20, págs. 293-315.
- PEDERSEN, T. y THOMSEN, S. (1999), «European patterns of corporate ownership». *Journal of International Business Studies*, vol 28, núm. 4, págs. 759-778.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1986), «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy*, vol 94, págs. 461-488.
- 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, págs. 689-705.
- WOLFENZON, D. (1999), *Essay on corporate ownership*. Tesis Doctoral Harvard University.

## ANEXO

TABLA A.I.—*Derechos de voto del principal accionista en las empresas cotizadas europeas*

	Media	Mediana	Desviación
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
Total	38.48	30.01	26.10

*Fuente:* Faccio y Lang (2002).

Empresas financieras y no financieras cuyo principal accionista participe al menos en un 5% de los derechos de voto.

TABLA A.II.—Identidad del último propietario en empresas cotizadas europeas financieras y no financieras

	Tipo de empresa	Propiedad difusa	Familias	Administración pública	Empresa no fin. de propiedad difusa	Empresa fin. 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	5.28	0.00
	No financiera	31.71	44.11	17.07	1.22	0.61	0.00	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
Total	Financiera	39.92	26.54	5.05	1.31	21.48	4.00	1.71
	No financiera	36.39	48.15	3.85	2.13	5.96	3.30	0.21

Fuente: Faccio y Lang (2002)

TABLA A.III.—Naturaleza del propietario final de las empresas cotizadas españolas a 31/12/2002

Alimentación, bebidas y tabaco			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
Altadis	Fondo o Banco de inversión	Koipe	Familia
Barón de Ley	Familia	Natra	Familia
Bodegas Riojanas	Familia	Paternina	Familia
Campofrío	Familia	Pescanova	Familia
C.V.N.E	Familia	Sos Cuetara	Familia
Ebro Puleva	Familia	Viscofán	Familia
Comercio minorista, textil, vestido, calzado y otros bienes de consumo			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
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
Fabricación y montaje de bienes de equipo			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
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		
Metales			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
Aceralia	Empresa no financiera	Global Steel	Familia
Acerinox	Banco o Caja de Ahorros	Lingotes especiales	Familia
Arcelor	Propiedad Difusa	Tubacex	Propiedad Difusa
Cie automotiva Española del Zinc	Fondo o Banco de Inversión Propiedad Difusa	Tubos Reunidos	Banco o Caja de Ahorros
Materiales de construcción, papel, madera y químicas			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
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
Energía			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
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
Construcción			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
ACS	Familia	FCC	Familia
Acciona	Familia	Ferrovial	Familia
Dragados	Familia	OHL	Familia

TABLA A.III.—*Naturaleza del propietario final de las empresas cotizadas españolas a 31/12/2002 (Cont.)*

Telecomunicaciones y servicios de información			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
Prisa Recoletos Sogecable	Familia Empresa no Financiera Familia	Telefónica Telefónica Móviles	Propiedad Difusa Empresa no Financiera
Inmobiliarias			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
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
Aparcamientos y autopistas			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
Acesa Aurea	Banco o Caja de Ahorros Familia	Europistas Iberpistas	Familia Banco o Caja de Ahorros
Ocio, turismo, hostelería, transporte, distribución y otros servicios de mercado			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
Aguas Barna Azkar Funespaña Iberia Prosegur Sol Meliá	Banco o Caja de Ahorros Familia Familia Banco o Caja de Ahorros Familia Familia	Logista NH hoteles Parques Reunidos  Tele Pizza	Fondo o Banco de Inversión Propiedad Difusa Familia  Fondo o Banco de Inversión
Nuevo Mercado			
Empresa	Identidad	Empresa	Identidad
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