



UNIVERSIDAD DE CANTABRIA
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

**COMPORTAMIENTO SUPERVISOR Y
BENEFICIOS PRIVADOS DE LA PROPIEDAD
ACCIONARIAL: UN ANÁLISIS EMPÍRICO PARA
EL CASO ESPAÑOL**

Belén Díaz Díaz

2000



UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

**COMPORTAMIENTO SUPERVISOR Y
BENEFICIOS PRIVADOS DE LA PROPIEDAD
ACCIONARIAL: UN ANÁLISIS EMPÍRICO PARA
EL CASO ESPAÑOL**

Doctorando: Belén Díaz Díaz

Dirección: Myriam García Olalla

Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad

Santander, Julio de 2000

Agradecimientos

Este trabajo no hubiera sido posible sin la ayuda y ánimo que en todo momento me han brindado numerosas personas, por lo que quiero dejar constancia de mi agradecimiento más sincero a todas ellas con estas palabras.

En primer lugar, a la Dra. Dña. Myriam García Olalla, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad, por su valiosa labor de dirección en esta tesis, su generosa dedicación, críticas y sugerencias. Sin su apoyo constante este trabajo no hubiera podido realizarse.

A mis compañeros del Área de Economía Financiera de la Universidad de Cantabria, especialmente a Begoña Torre, Esteban Fernández y Alejandro Ruiz, les agradezco sinceramente sus sugerencias, su buen humor y su disposición a escucharme en todo momento.

Agradezco a todos los integrantes del Departamento de Administración de Empresas de la Universidad de Cantabria el compañerismo que ha hecho posible crear un entorno de trabajo agradable.

Mi agradecimiento más sincero a mi familia y a mis amigos, por su continuo apoyo, cariño y comprensión.

A todos ellos les doy las gracias y les pido disculpas por los errores y omisiones cometidos y de los que soy, sin duda alguna, la única responsable.

Santander, 6 de julio de 2000

INDICE

ÍNDICE.....	i
INTRODUCCIÓN.....	vii
 CAPÍTULO 1. EL GOBIERNO EN LA EMPRESA: UNA SOLUCIÓN A LOS PROBLEMAS DE AGENCIA.....	 1
1.1. INTRODUCCIÓN.....	2
1.2. EL PROBLEMA DE AGENCIA Y LA NECESIDAD DE IMPLANTAR MECANISMOS DE GOBIERNO EN LA EMPRESA.....	3
1.2.1 Contratos incompletos y derechos residuales de control	5
1.2.2. La discrecionalidad del directivo.....	7
1.3. LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS A TRAVÉS DE LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA.....	18
1.3.1. Reputación del directivo y optimismo inversor.....	18
1.3.2. Protección legal de accionistas y acreedores.....	19
1.4. MECANISMOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA: UNA SOLUCIÓN A LOS PROBLEMAS DE AGENCIA.....	24
1.4.1. Mecanismos de control interno.....	24
1.4.2. Mecanismos de control externos.....	35
1.5. EFICACIA DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO.....	38
 CAPÍTULO 2. ESTRUCTURA ACCIONARIAL ÓPTIMA Y CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA.....	 52
2.1. INTRODUCCIÓN.....	53
2.2. CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD EN GRANDES ACCIONISTAS Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD ÓPTIMA.....	54

2.2.1. Activismo inversor.....	56
2.2.2. Beneficios y costes derivados de la concentración accionarial.....	61
2.2.3. Estructura de propiedad óptima.....	64
2.2.3.1. Salidas a bolsa.....	67
2.2.3.2. El efecto negativo de la dispersión accionarial sobre la supervisión empresarial.....	69
2.2.3.3. El efecto positivo de la dispersión del accionariado sobre el gobierno de la empresa.....	71
2.2.4. Estabilidad de la estructura de propiedad.....	79
 2.3. MEDIDAS DE LA CONCENTRACIÓN ACCIONARIAL Y SUS FACTORES DETERMINANTES.....	80
2.3.1. Medidas de la concentración accionarial.....	80
2.3.2. Determinantes de la concentración accionarial.....	84
 2.4. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA.....	87
2.4.1. La concentración de propiedad accionarial y creación de valor.....	87
2.4.2. Propiedad en manos de los internos.....	96
2.4.2.1. Propiedad interna y creación de valor en la empresa.....	96
2.4.2.2. Propiedad interna y su influencia sobre las decisiones financieras.....	99
2.4.2.3. Propiedad interna y tomas de control.....	103
2.4.3. Inversores institucionales.....	105
2.4.4. Interdependencia entre los mecanismos de gobierno y relación causal alternativa.....	111
 2.5. CONCENTRACIÓN DE LA DEUDA Y SUPERVISIÓN	116
2.5.1. El gobierno a través de los grandes acreedores.....	117
2.5.2. Papel supervisor de la deuda.....	120
2.5.2.1 Decisión de financiación con deuda versus emisión de acciones.....	122

CAPÍTULO 3. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA ACCIONARIAL: ASIMETRÍA	
INFORMATIVA Y SUPERVISIÓN.....	125
3.1. INTRODUCCIÓN.....	126
3.2. CAMBIOS EN LA PROPIEDAD: EFECTOS INFORMATIVOS VS SUPERVISIÓN.....	127
3.2.1. Cambios directos de la propiedad.....	132
3.2.1.1. Ventas públicas y ventas privadas de títulos.....	132
3.2.1.2. Cambio de una estructura dispersa de propiedad a una estructura concentrada de propiedad mediante la salida de bolsa.....	136
3.2.1.3. La concentración a través de las tomas de control.....	136
3.2.1.4. Transacciones con bloques accionariales: incremento de la concentración de propiedad o cambio de identidad del accionista mayoritario.....	142
3.2.1.5. Ofertas públicas de venta.....	150
3.3. OTROS CAMBIOS DIRECTOS EN LA PROPIEDAD: LAS PRIVATIZACIONES Y LAS OPERACIONES DE REESTRUCTURACIÓN...	157
3.3.1. La Privatización.....	157
3.3.2. Operaciones de Reestructuración.....	162
3.4. CAMBIOS INDIRECTOS EN LA PROPIEDAD.....	163
3.5. INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y EFECTO INFORMATIVO DE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD ACCIONARIAL.....	167
3.5.1. La información privilegiada de los internos.....	169
3.5.2. Efectos informativos de la propiedad accionarial vs. Reducción de costes de agencia en función de otros anuncios empresariales.....	171

CAPÍTULO 4. ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y CREACIÓN DE VALOR: UN ANÁLISIS EMPÍRICO DEL COMPORTAMIENTO SUPERVISOR Y DE LA VENTAJA INFORMATIVA	178
4.1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVO.....	179
4.2. HIPÓTESIS A CONTRASTAR.....	182
4.3. COMPOSICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA.....	195
4.3.1. Determinación de la muestra.....	195
4.3.2. Descripción de la distribución accionarial en España.....	197
4.4. VARIABLES SELECCIONADAS PARA EL CONTRASTE DE LAS HIPÓTESIS PLANTEADAS.....	206
4.4.1. Creación de valor.....	206
4.4.2. Variables de estructura de propiedad y de endeudamiento explicativas de la creación de valor.....	208
4.4.3. Variables de separación de las submuestras para el contraste de las hipótesis 1, 2, y 3.....	210
4.4.4. Variables explicativas de las adquisiciones accionariales (hipótesis 4 y 5).....	214
4.5. RESULTADOS OBTENIDOS EN EL CONTRASTE DE LAS HIPÓTESIS PLANTEADAS.....	216
4.5.1. Metodología y análisis preliminares.....	216
4.5.2. Contraste de las hipótesis 1, 2 y 3.....	226
4.5.3. Resultados a la Hipótesis 1. Submuestras determinadas según el grado de conflicto de intereses.....	229
4.5.4. Resultados a la Hipótesis 2. Submuestras determinadas según la existencia de mecanismos de gobierno alternativos.....	233
4.5.5. Resultados a la Hipótesis 3.....	236
4.5.6. Metodología, contraste y resultados de las Hipótesis 4 y 5.....	247

SÍNTESIS DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES.....	255
APÉNDICES.....	270
BIBLIOGRAFÍA.....	288

INTRODUCCIÓN

INTRODUCCIÓN

El trabajo de Berle y Means en los años 30 abre todo un debate en torno a la propiedad y el control de la empresa constituyendo el punto de partida de los análisis posteriores que han tratado de encontrar mecanismos de control con el ánimo de evitar los costes de agencia entre directivos y accionistas. En la actualidad, la polémica continúa abierta al no haberse encontrado evidencias que nos permitan establecer conclusiones definitivas sobre el efecto supervisor que ejercen los distintos mecanismos de gobierno propuestos en la literatura.

En varios países la evidencia empírica reciente ha puesto de manifiesto una transformación del tradicional problema de agencia entre accionistas y directivos hacia un problema de agencia entre accionistas controladores y accionistas minoritarios. Este problema se debe principalmente a dos razones (Gomes, 2000):

- Por un lado, los grandes accionistas (es decir, aquellos con la mayoría de votos y que frecuentemente se involucran en la gestión directiva) pueden aislarse de las amenazas de las tomas de control o la supervisión.

- Por otro, el sistema legal para proteger a los accionistas minoritarios resulta insuficiente por la escasa regulación existente y los pobres mecanismos para hacer cumplir las leyes.

La diferente regulación existente para proteger a los inversores externos (accionistas y acreedores) en distintos países condiciona según algunos autores el diferente grado de concentración del accionariado. En este sentido, La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1999) establecen que en aquellos países con una escasa protección de los inversores se hace necesario concentrar el control. Sin embargo, otros autores¹ llegan a la conclusión contraria, al establecer que cuando la protección del inversor es escasa, dispersar el control entre varios accionistas puede servir de compromiso para limitar la expropiación de los minoritarios, puesto que ningún inversor puede tomar decisiones en la empresa sin acordarlas con el resto. Estos inversores poseen en conjunto suficientes derechos sobre los flujos de caja para limitar dicha expropiación.

De acuerdo con la protección legal de los inversores España ha sido clasificada dentro del grupo de menor protección, observándose en el extremo opuesto a países como Inglaterra, Estados Unidos, Canadá y Australia (La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny, 1999). Sin embargo, estos autores elaboran en un trabajo posterior un índice para medir dicha protección, en el cual consideran factores como que los accionistas puedan delegar su voto por correo, precisen un porcentaje mínimo para convocar la Junta General de Accionistas inferior al 10%, o se permita la acumulación de votos de los minoritarios. De acuerdo con este índice, España no se considera dentro de los países de menor protección accionarial. Por otro lado, a pesar de que se observan medidas de protección de los intereses de los inversores minoritarios, las medidas de blindaje contra el mercado que adoptan gran parte de las empresas españolas protegen los intereses de los consejos de administración, que no siempre coinciden con los del accionariado disperso de las sociedades cotizadas. La principal consecuencia perversa de estas medidas de blindaje es que dificultan las subidas del valor en bolsa que suelen acompañar a los cambios de estructura accionarial².

¹ Véase Bennedsen y Wolfenzon (2000).

² Las principales medidas de blindaje utilizadas por las empresas españolas son las siguientes: limitación de los derechos de voto de un accionista con independencia del número de acciones que posea; requisitos para ser consejero adicionales a los que marca la ley; mayorías reforzadas para determinados acuerdos como fusiones y adquisiciones; “Golden Share” o exigencia de aprobación por parte del gobierno para un cambio de control de la sociedad. Las restricciones del derecho de voto de los accionistas se está instrumentando por algunas sociedades mediante la emisión de acciones sin derechos políticos.

En este contexto, el objetivo de la reforma del gobierno de la empresa es proteger los derechos de los inversores, tanto accionistas como acreedores. Los beneficios de dicha reforma se concretan en la expansión de los mercados financieros, en la mayor facilidad para obtener financiación externa para las nuevas empresas, en una modificación de la estructura de propiedad concentrada hacia una estructura más dispersa y en la mejora de la eficiencia en la realización de inversiones.

La mayoría de las investigaciones hasta la fecha se han centrado en analizar si el control recae sobre aquellos que pueden utilizar los recursos más eficientemente. Sin embargo, este enfoque ignora que el valor de la empresa depende también de los incentivos de los controladores para incrementar dicho valor en lugar de extraer beneficios privados (Burkart, Gromb y Panunzi, 2000).

En particular, el objetivo de nuestro trabajo consiste, en primer lugar, en investigar si la influencia de los accionistas principales sobre el valor de la empresa se encuentra condicionada por la existencia de un mayor grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos, de manera que cuanto mayor sea el beneficio público esperado mayor será la disposición del accionista a asumir los costes derivados de la mayor supervisión. Pero, puesto que de dicho beneficio pueden disfrutar todos los inversores sin necesidad de incurrir en los costes de supervisión (*free-riding*) el accionista principal puede hacer uso de su mayor ventaja informativa para obtener un beneficio adicional. En este sentido, nuestro segundo objetivo consiste en analizar si en el mercado de capitales español la adquisición de bloques accionariales se encuentra condicionada por el mayor beneficio público que puede derivarse de la supervisión o por la ventaja informativa que poseen los adquirentes y la explotación de la información privilegiada, que pondría de manifiesto la necesidad de la aplicación estricta de los códigos de conducta y de un seguimiento más exhaustivo de las empresas con mayor asimetría informativa.

Nuestro trabajo se divide en cuatro capítulos que pasamos a comentar.

El **capítulo 1**, establece un marco de referencia que, partiendo de la teoría de la agencia, permite vislumbrar la creciente importancia de los mecanismos de gobierno de la empresa, la interrelación entre los mismos y la imposibilidad de poder

afirmar que exista un sistema de gobierno superior a otro, por lo que nos encontramos ante un tema abierto en el que no dejan de producirse múltiples recomendaciones, ninguna de ellas desdeñable, en orden a alcanzar una mayor eficiencia empresarial.

En concreto, podemos considerar que los problemas de agencia relacionados con la estructura de propiedad de la empresa surgen de la divergencia de intereses entre accionistas externos e internos a la dirección de la empresa, de la coexistencia de estructuras financieras fuertemente endeudadas y cláusulas de responsabilidad limitada y de la asimetría en la información. Así, la esencia del problema de agencia radica en la separación entre dirección y financiación o, lo que es lo mismo, entre propiedad y control, refiriéndose el conflicto de agencia en este contexto a las dificultades que tienen los inversores para asegurar que sus fondos no sean expropiados o malgastados en proyectos no rentables. De esta manera, la imposibilidad de resolver este conflicto mediante contratos completos da lugar a la discrecionalidad directiva, aspecto que configura los cimientos sobre los que se apoya la literatura acerca del gobierno de la empresa.

El oportunismo directivo, bien en forma de expropiación de los inversores o de asignación poco eficiente de los fondos de la empresa, reduce la cantidad de recursos que los inversores estarán dispuestos a destinar a la empresa a priori (Grossman y Hart, 1986). En este sentido, el gobierno de la empresa abarca las restricciones que el propio directivo se impone a sí mismo así como las que los inversores imponen a los directivos para reducir la ineficiente asignación de recursos a posteriori y para conseguir una mayor cantidad de fondos a priori.

Los mecanismos disponibles para el gobierno de empresas se clasifican según su carácter, externo o interno, a la organización.

Dentro de los mecanismos de control interno podemos distinguir: los contratos de incentivos, el Consejo de Administración, la estructura financiera de la empresa, y la Junta General de Accionistas cuya actuación se ve condicionada por la identidad y la concentración del accionariado de la empresa.

En particular, se demuestra cómo los contratos de incentivos no resuelven completamente el problema de agencia y cómo es la propiedad accionarial la que condiciona la eficacia de los consejos con respecto a su composición y no la diferenciación entre consejeros externos e internos en sí misma.

No existe, pues, evidencia documentada sobre la existencia de consejeros independientes con capacidad de control de la dirección que eviten las restricciones al mercado de control, incentiven la mejora de resultados y tengan capacidad para sustituir la mala dirección. Más que la composición del consejo, que distingue entre consejeros externos e internos, conviene estudiar la concentración de la propiedad y su capacidad de control del gobierno de la empresa, el correcto funcionamiento de los mercados de control y los niveles de competencia en los mercados de factores y productos (Cuervo, 1998a).

Por su parte, los mecanismos de control externos se establecen a través de los mercados de control societario, mercado de bienes y servicios y mercado de valores. Sin embargo, Prowse (1994) establece que en la práctica estos mercados son imperfectos y su efecto sobre el control directivo es menor de lo que cabría esperar.

Por lo tanto, la falta de eficiencia de los distintos mecanismos de supervisión, la interrelación entre los mismos y la ausencia de un mecanismo considerado superior, junto con la necesidad y objetivo común de varios países de reforzar los mecanismos de control externo e internos, ha creado el clima propicio para el desarrollo de diversos códigos de conducta o de "buen gobierno" en la empresa. En el caso de España se concreta en el Informe Olivencia de 26 de febrero de 1998, que se entiende como la respuesta a una gran demanda que desde sectores profesionales y los propios mercados vienen reclamando mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades para alcanzar una mayor credibilidad y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas.

A pesar del amplio debate existente sobre el tema, creemos que ni la teoría ni la evidencia empírica establece cuál de los mecanismos de gobierno es mejor. En este sentido, no estamos sorprendidos de ver como unos sistemas de gobierno se mueven hacia otros, como queda patente por la gran popularidad que están tomando los grandes accionistas en Estados Unidos, la emergencia de los mercados de deuda

pública en Japón y el creciente desarrollo del sistema de mercado americano en Alemania.

Por lo tanto, la inexistencia de un sistema de gobierno superior, impide la aplicación de reglas generalizadas para todas las empresas, por lo que los códigos de gobierno deben de permitir una cierta discrecionalidad para cada caso particular. Además la reciente elaboración en España de recomendaciones en este sentido, hace que sea necesario el transcurso de un periodo de tiempo para evaluar la validez de las mismas.

En conclusión, las recomendaciones en cuanto al buen gobierno de las sociedades, necesario a partir de los problemas de agencia y sus correspondientes costes, deben ajustarse al marco legal del país correspondiente, el cual deberá ir encaminado a proteger los intereses de los accionistas minoritarios, evitando así situaciones de desventaja con respecto a los accionistas mayoritarios, y dando lugar a un mercado más dinámico y más líquido. En España, la concentración del accionariado ha convertido los problemas de agencia en un problema no sólo entre agente y accionistas, sino también entre accionistas mayoritarios y minoritarios, debido al posible beneficio privado que los inversores principales persiguen en la empresa.

Este argumento justifica el planteamiento del **capítulo 2** que sienta las bases sobre las que se fundamenta la hipótesis de supervisión de la propiedad accionarial frente a la hipótesis de beneficios privados o expropiación de accionistas minoritarios. En particular, a lo largo del capítulo se trata de establecer un equilibrio entre tres aspectos fundamentales que afectan a la relación entre la composición del accionariado de la empresa y la creación de valor: los beneficios públicos que se derivan de la supervisión, los beneficios privados que persigue el inversor principal y que no tienen porqué traducirse en la maximización del valor y los costes que acompañan a una estructura accionarial concentrada, como son la menor diversificación de riesgos, la menor eficiencia en los contratos de incentivos y la menor liquidez. Estos aspectos, aunque han sido recogidos en la literatura teórica y empírica sobre la estructura de propiedad de la empresa de manera independiente, tenemos que considerarlos en conjunto de cara a establecer conclusiones relevantes

sobre la importancia del grupo o inversor de control en la empresa y su influencia sobre la creación de valor.

En particular, la primera parte del capítulo establece la necesidad de considerar el equilibrio entre los beneficios de supervisión que se derivan de una estructura accionarial concentrada y los costes que acompañan a dicha estructura accionarial, lo que lleva a considerar una estructura de propiedad óptima que maximice la riqueza de los inversores en la que es preferible mantener un cierto grado de dispersión del accionariado de manera que se mantenga la liquidez y la diversificación de riesgos. Sin embargo, dicha dispersión del accionariado supone un problema debido a la falta de incentivos para supervisar por parte de los inversores individuales. La solución al problema radica según Becht (1999) en tres elementos básicos: se debe establecer un mecanismo que permita concentrar el poder de voto y por lo tanto permitir la supervisión directa; la concentración del poder de voto no debe reducir la liquidez; y aquellos que poseen los derechos de voto deben tener los incentivos adecuados para supervisar y no perjudicar a los accionistas minoritarios. Algunas de las medidas para separar la propiedad y el poder de voto y así no perjudicar a la liquidez, se basan en la emisión de acciones con diferentes derechos de voto y en el establecimiento de sistemas de delegación de voto que garanticen que aquellos sobre los que recae el poder de control tengan incentivos para actuar en interés de todos los accionistas.

La segunda parte del capítulo se centra en el análisis del papel supervisor de la propiedad (a través de la concentración accionarial, la propiedad interna y la propiedad institucional) en comparación con el posible comportamiento oportunista que pueden llevar a cabo estos inversores y que puede traducirse en la expropiación de riqueza de los inversores minoritarios. En conclusión, establecemos dos hipótesis generales en relación con la estructura de propiedad y su influencia sobre el valor de la empresa:

La *hipótesis de supervisión* de la estructura accionarial, según la cual los accionistas mayoritarios actúan como supervisores de las acciones directivas logrando un mayor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos que se traduce en una mayor creación de valor en la empresa a través del equilibrio entre los

beneficios derivados de la mayor supervisión y los costes originados por la expropiación de accionistas minoritarios, pérdida de liquidez, disminución de la iniciativa directiva, y mayor riesgo asumido. Asimismo, según esta hipótesis de supervisión, la influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor será mayor cuanto mayor sea el conflicto de intereses entre accionistas y directivos en la empresa y los costes de agencia esperados.

Por otro lado, la *hipótesis de beneficios privados o de expropiación de accionistas minoritarios*, establece que junto al beneficio público derivado de la supervisión ejercida por la estructura accionarial y del que se benefician todos los inversores en la empresa, existe un incentivo para el inversor de utilizar su posición dominante, influir en el comportamiento de la empresa dominada y obtener beneficios privados de los que se apropian de manera exclusiva. Aunque estos beneficios privados no se consiguen necesariamente a expensas de otros accionistas, sino que pueden ser complementarios o no estar relacionados con los objetivos de los accionistas minoritarios, pueden traducirse en una disminución del valor de la empresa.

El contraste de estas hipótesis permite establecer conclusiones sobre la influencia de la estructura accionarial (concentrada o dispersa) y la identidad del accionista dominante (directivos, inversores institucionales, empresas nacionales o extranjeras, el Estado o familias) sobre la creación de valor. En concreto, se analiza la importancia de la estructura accionarial (distinguiendo según la identidad del inversor) sobre la creación de valor en función de dos factores principales que afectan al gobierno de la empresa: el mayor o menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos y la existencia o no de mecanismos de gobierno alternativos en la empresa.

El **capítulo 3** muestra la importancia que sobre el valor de la empresa tienen los cambios en la propiedad accionarial, basándonos principalmente en dos hipótesis: la hipótesis de supervisión y la hipótesis de información. La estructura de propiedad que resulta directamente de una operación de venta pública de títulos, de una oferta pública de adquisición, de una venta de un bloque accionarial, o de un proceso de privatización, no sólo condiciona el precio de la operación a priori sino que además

influye sobre los rendimientos de los títulos obtenidos a posteriori. Del mismo modo, hemos incluido también otra serie de operaciones (como los splits y la recompra de acciones), que aunque su objetivo inicial no es llevar a cabo un cambio en la propiedad de la empresa, su posible incidencia sobre la estructura accionarial puede condicionar los resultados que estas operaciones ejercen sobre la empresa. En conclusión, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando se espera una mejor supervisión y gobierno de la empresa con la nueva estructura accionarial resultante (hipótesis de supervisión).

Sin embargo, en algunas ocasiones las consecuencias que los cambios en la propiedad tienen sobre el valor de la empresa se han justificado a partir de la información privilegiada con que cuentan determinados inversores de la misma y que ocasiona no sólo un efecto informativo derivado de la estructura accionarial y del deseo a invertir en la empresa, sino que además la mayor propiedad que poseen aquellos que se considera mejor informados en la empresa se ha mostrado como complemento informativo de otros anuncios que realiza la empresa dando lugar a una mayor credibilidad de éstos.

En consecuencia, el deseo a invertir en una determinada empresa puede estar condicionado: por un lado, por las mayores ganancias que se esperan derivadas de un incremento en la supervisión y reducción de los costes de agencia; y por otro, por la ventaja informativa con que cuenta el inversor que le permite valorar la empresa a un menor coste y obtener un beneficio adicional derivado de su inversión.

Las conclusiones obtenidas de nuestro análisis teórico permiten establecer un marco de referencia para llevar a cabo la investigación empírica que recogemos en el **capítulo 4**. El objetivo de nuestro estudio consiste, en primer lugar, en analizar si la influencia de los accionistas principales sobre el valor de la empresa se encuentra condicionada por el grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos, de manera que cuanto mayor sea el beneficio público esperado mayor será la disposición del inversor a asumir los costes derivados del mayor activismo inversor. Sin embargo, puesto que de dicho beneficio pueden disfrutar todos los inversores sin necesidad de incurrir en los costes de supervisión (*free-riding*) el accionista principal

puede hacer uso de su mayor ventaja informativa para obtener un beneficio adicional. En este sentido, nuestro segundo objetivo consiste en analizar si en el mercado de capitales español la adquisición de bloques accionariales se encuentra condicionada por el mayor beneficio público que puede derivarse de la supervisión o por la ventaja informativa que poseen los adquirentes y la explotación de la información privilegiada, que pondría de manifiesto la necesidad de la aplicación estricta de los códigos de conducta y de un seguimiento más exhaustivo de las empresas con mayor asimetría informativa.

En definitiva, la búsqueda de un equilibrio entre los beneficios privados que el inversor que ejerce el control puede obtener, los beneficios públicos derivados de una determinada estructura accionarial (que se traducen en la mayor supervisión y alineamiento de intereses) y los costes que acompañan a la mayor concentración de propiedad (como son la menor liquidez y diversificación de riesgos) nos permite contrastar lo siguiente: En primer lugar, el carácter supervisor de la propiedad accionarial es más intenso en aquellas empresas en las que el potencial conflicto de intereses entre accionistas y directivos es mayor, de manera que se puede incrementar el valor de la empresa mediante una composición adecuada de su accionariado. Asimismo, la existencia de mecanismos de gobierno alternativos en la empresa, que garanticen la supervisión de las decisiones directivas, resta significatividad a la función de vigilancia que ejercen determinados inversores. Por último, los inversores principales de la empresa tratan de compensar los costes de supervisión mediante transacciones en el mercado de control parcial, de manera que se observa un comportamiento comprador cuando se anticipa una mejora en la gestión empresarial como consecuencia de la mayor supervisión que van a ejercer, y cuando existe una mayor asimetría informativa de manera que pueden beneficiarse de su posición de inversores mejor informados.