



Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas

Ramiro Losada López

Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas

RAMIRO LOSADA LÓPEZ

Ramiro Losada López es técnico de la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

El autor agradece a sus compañeros de la Dirección de Estudios y Estadística la ayuda prestada. Los errores son responsabilidad exclusiva del autor. Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es.

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

ISBN: 978-84-87870-69-9

Depósito Legal: M-39.196-2007

Imprime: Artegraf, S.A.

Índice

Resumen	7
1. Introducción	9
2. La separación entre el derecho de voto y el rendimiento económico de las acciones	13
2.1. Votante vacío	15
2.2. Propiedad oculta moldeable	18
2.3. Activos de otras empresas	20
2.4. Consecuencias del activismo y de la separación en las acciones del derecho de voto y de la propiedad económica	20
3. Regulación actual de comunicación de las participaciones significativas en empresas cotizadas y de informes trimestrales de las IIC	23
3.1. Legislación	23
3.2. La legislación actual y la ingeniería financiera	26
4. Propuestas regulatorias	31
4.1. Propuestas regulatorias a corto plazo	31
4.2. Propuestas regulatorias a largo plazo (si necesarias)	33
5. Conclusiones	37
6. Referencias bibliográficas	39

Resumen

La ingeniería financiera, principalmente representada por los derivados y el préstamo de valores, permite a los inversores separar la propiedad económica de los derechos políticos que contiene una acción. Sin embargo, no ha sido hasta en los últimos años cuando ha aparecido un nuevo tipo de inversor, el inversor activista. Este tipo de inversor tiene como objetivo lograr una rentabilidad económica a través de la influencia en las decisiones que toma la empresa en que es accionista. Este inversor utiliza la ingeniería financiera con un doble fin: conseguir la posición que desea en la empresa en que es inversor en cuanto a propiedad económica y derechos políticos, y ocultar en la medida de lo posible esta posición al resto de inversores.

Estos nuevos inversores traen consecuencias positivas y negativas para el resto de inversores. Cuando los intereses de estos inversores no coinciden con los del resto, la presión que ejercen sobre las decisiones de la empresa traen consecuencias negativas para el resto de inversores. Al mismo tiempo, cuando sus intereses coinciden, son catalizadores de los intereses del resto de inversores ayudando a reducir los tradicionales problemas de agencia existentes entre directivos y accionistas. Sin embargo, quizás la consecuencia más negativa que podrían estar generando este tipo de accionistas es que debido a la presión que ejercen sobre los directivos de las empresas, están reforzando la preferencia de los directivos por los proyectos que generan beneficio a corto plazo en detrimento de otros mejores que generan beneficios a largo plazo. Esto haría a las empresas miopes con el consiguiente perjuicio para los accionistas.

Sólo aumentando la transparencia en el mercado se podrá conocer el verdadero alcance de las actividades de este tipo de inversores y las consecuencia que están generando para el resto de inversores. Por ello, se propone una reforma del Registro de participaciones significativas y de la información trimestral que las Instituciones de Inversión Colectiva proveen a sus partícipes y accionistas. Esta reforma consiste en una homogeneización y ampliación de los activos sobre los que los inversores deben informar. Si a la luz de la información proporcionada por esta reforma se pudiera deducir que estos inversores están perjudicando al resto de accionistas, se proponen diversas medidas que el regulador puede adoptar.

1. Introducción

En la primera mitad del siglo xx se configuró la estructura del gobierno corporativo de las empresas que cotizan en Bolsa. El gobierno corporativo se basó en dos premisas: la separación entre propiedad y control, y la unión en la acción por igual de los derechos sobre los rendimientos económicos de la empresa y de los derechos de voto sobre las decisiones importantes de la empresa.

A principio de los años ochenta del siglo pasado, en el artículo de Easterbrook F.H. y Fischel D.R. (1983) se pusieron las bases sobre el sistema democrático que debería regir el gobierno corporativo de las empresas. Estas bases se basan en dos principios:

1. No es posible separar los derechos de voto de los intereses económicos de las acciones emitidas por una empresa.
2. Alguien que quiera comprar un voto debe comprar una acción.

Entonces esto ya era sólo una simplificación de la realidad pero que respondía de manera bastante aproximada a la misma. En la mayoría de los casos los derechos de voto iban exclusivamente unidos a la compra de las acciones emitidas por la empresa.

Debido a las innovaciones financieras, los principios que guiaban los sistemas de votación en los ochenta ya no pueden ser aplicados en la actualidad. Ahora, se puede separar fácilmente la rentabilidad económica que da una acción del voto al que da derecho, especialmente a través de los derivados OTC hechos a medida del inversor y del préstamo de valores¹.

Hasta fechas recientes, la posibilidad de separar en una acción su poder político y su rentabilidad económica no había tenido importantes consecuencias para el gobierno corporativo de la empresas. Sin embargo, la aparición en los últimos años de inversores, especialmente hedge funds, que aprovechan en su beneficio la ingeniería financiera para disociar en las acciones rentabilidad económica y derechos de voto ha cambiado esta situación. Estos hedge funds tienen como estrategia de

1. Un ejemplo sencillo donde se puede observar este fenómeno es el siguiente: si un inversor compra una acción y vende un futuro sobre esa misma acción, el inversor tiene el derecho de voto que le proporciona la acción y a la vez no se ve afectado por los cambios en el precio de la acción. Es importante reseñar que este inversor ha logrado disociar poder de voto y rentabilidad económica a un coste próximo a cero.

inversión tomar parte activa en las decisiones de la empresa y ejercer derechos políticos que no corresponden con los intereses económicos que el hedge fund tiene en dicha empresa². Así, se producen situaciones donde un hedge fund recibe una rentabilidad económica de este tipo de inversiones que es contraria a la rentabilidad que producen las acciones de la empresa, teniendo el hedge fund importantes derechos de votos debido a que posee acciones.

Un ejemplo sencillo de una situación donde este fenómeno se produce es el siguiente: Un hedge fund compra 1 millón de acciones y al mismo tiempo vende 2 millones de futuros sobre las acciones que acaba de comprar. Como resultado de esta operación el hedge fund tiene los derechos políticos del millón de acciones que ha comprado pero su interés económico pasa por que las acciones bajen de precio. Por ello, si sobre la empresa emisora de las acciones compradas se ha lanzado una opa en la que el valor de la compañía aumenta y con ello el precio de las acciones, el hedge fund tendrá incentivos para votar en contra de dicha opa, perjudicando al resto de accionistas. No siempre es así: como se verá más adelante, hay casos en que el resto de accionistas salen beneficiados cuando los hedge fund usan estas estrategias de inversión.

Este tipo de estrategias de inversión en que se utiliza la ingeniería financiera para influir en las decisiones de la empresa suelen ser poco transparente. En Hu y Black (2006a) se muestra cómo los productos financieros que usan este tipo inversores, sobre todo derivados, están diseñados para no poder ser detectados por la regulación que promueve la transparencia en el mercado de valores.

Aparte de las consecuencias presentadas anteriormente, en Kahan y Rock (2006) se señala cómo el activismo de estos inversores en la toma de posiciones sobre las decisiones de las empresas puede tener otras dos consecuencias contrapuestas: en el lado negativo, una mayor miopía en la toma de decisiones por parte de los directivos de las empresas, primando los proyectos a corto plazo en detrimento de los de largo plazo; en el lado positivo, este activismo por parte de estos accionistas hará que se refuerce el control sobre los directivos y reducirá los problemas de agencia a que se enfrentan el resto de inversores.

El hecho de que la ingeniería financiera permita separar en las acciones de las empresas cotizadas los derechos políticos de su rentabilidad económica y el hecho de que haya agentes que utilicen esta posibilidad como estrategia de inversión hace que la regulación sobre el gobierno corporativo de las empresas se enfrente al mayor desafío en las últimas décadas. El problema principal viene del hecho de que no se puede apostar por una autorregulación por parte de las empresas en esta materia. Las juntas directivas de las empresas podrían aprovechar esta oportunidad para fomentar su poder interno, aumentando su poder de voto, en detrimento de un menor poder de voto de los accionistas que no son directivos.

2. En fechas recientes el hedge fund Atticus ha tomado una participación del 1% del capital en Barclays. Tras esta compra, Atticus declaró públicamente que sólo apoyaría la opa contra ABN ANRO en el caso de que el precio pagado por Barclays no supere el precio que está dispuesto a pagar el consorcio formado por Banco Santander, Royal Bank of Scotland y Fortis.

Esta monografía trata de describir las consecuencias que tiene para el gobierno corporativo el uso de la ingeniería financiera por parte de algunos inversores, especialmente los hedge funds. Además se darán algunas pautas sobre cómo podría evolucionar la regulación sobre gobierno corporativo para dar respuesta al cambio que supone que no tengan por qué ir unidos para el poseedor de una acción sus derechos políticos y sus rendimientos económicos. En la sección 2 se presentan las consecuencias que la ingeniería financiera tiene para la separación entre poder político y rentabilidad económica en las acciones. La sección 3 describe el actual sistema de revelación de participaciones significativas por parte de los accionistas en España. La sección 4 presenta posibles cambios regulatorios tanto a corto como a largo plazo a los que esta nueva situación puede dar lugar. Finalmente la sección 5 presenta las conclusiones.

2. La separación entre el derecho de voto y el rendimiento económico de las acciones

El modelo de gobierno corporativo de las empresas se basa en el supuesto de que los inversores que poseen las acciones de una empresa tienen el mismo interés económico en la empresa que el que se deriva del poder político que le dan las acciones. Hasta ahora en el modelo regulatorio de gobierno corporativo se han tenido en cuenta de manera limitada las innovaciones en el terreno de la ingeniería financiera que permiten separar en una acción el poder de voto de sus rendimientos económicos. Este poder de separación trae importantes consecuencias para el gobierno de las empresas; ciertos inversores, especialmente hedge funds, están aprovechando en su beneficio que la actual regulación sobre gobierno corporativo no incorpora el hecho de que los inversores puedan separar en una acción su rendimiento económico de su poder de voto perjudicando en ocasiones al resto de accionistas.

Para entender las consecuencias de poder separar en una acción el poder de voto de sus rendimientos económicos lo primero es identificar la arquitectura de gobierno corporativo más habitual en que se desarrolla la actividad de las empresas cotizadas. Normalmente este tipo de empresas suelen tener una sola clase de acciones con derecho a voto, en el que cada acción da derecho a un voto. Los accionistas tienen preferencias homogéneas sobre la empresa de las que son en parte propietarios, y el objetivo de la empresa es maximizar el bienestar de sus accionistas. Normalmente existen dos tipos de accionistas: los que son directivos y los que no lo son. Estos últimos sólo influyen en las decisiones que afectan a la empresa a través de la junta general de accionistas.

Para ayudar a analizar en profundidad las consecuencias que tiene la ingeniería financiera sobre el gobierno corporativo es útil definir una serie de conceptos basados en el artículo de Hu y Black (2006a):

1. **Derechos formales de voto:** son los derechos de voto que poseen los tenedores de las acciones, incluyendo el poder legal de decidir el voto de terceras partes³.
2. **Derechos de voto o propiedad de voto:** son los derechos de voto formales e informales, incluyendo el poder de hecho de decidir el voto de terceras partes⁴.

3. Una situación usual donde se decide el voto de un tercero es aquella en que un broker posee acciones de sus clientes, pero a su nombre. En este caso, los clientes tienen el derecho de que el broker vote en la junta general de accionistas en el sentido que ellos deseen.

4. Como se verá más adelante, el derecho informal de voto es muy importante en situaciones en que están presentes productos financieros como los equity swaps. En este caso, la parte que se encarga de pagar la pata correspondiente al rendimiento de las acciones suele cubrirse comprando acciones y normalmente el que paga la pata fija decide cuál es el sentido del voto de las acciones que compró su contraparte para cubrirse.

3. **Propiedad económica:** son los rendimientos económicos derivados de las acciones. Esta propiedad puede ser directa cuando se poseen las acciones o indirecta cuando se posee algún producto financiero que tiene como subyacente la acción; este tipo de producto se define como **activo asociado**. La propiedad económica puede ser positiva, cuando va en la misma dirección que el rendimiento de la acción, o negativa, cuando va en sentido contrario. En el caso en que un inversor posea acciones y productos financieros asociados a esa acción, la **propiedad económica neta** de este inversor será la resultante de la suma de la propiedad de ambos productos: ésta puede ser positiva, negativa o nula⁵.
4. **Propiedad completa:** es la unión de la propiedad económica directa y de la propiedad de voto. El ejemplo más evidente de propiedad completa se da cuando un inversor sólo posee acciones de una empresa.
5. **Votante vacío:** es un inversor cuya cartera de acciones y activos asociados sobre una empresa le otorga un poder de voto sustancialmente superior a su propiedad económica.
6. **Propiedad oculta:** esta propiedad se da cuando un inversor tiene una propiedad superior al mínimo en que está obligado a revelarla al registro de participaciones significativas, pero no lo hace porque esta propiedad no está derivada solamente de la propiedad de acciones. Esta propiedad se deriva de la posesión de acciones y activos asociados, por lo que no está obligada a revelar su posición, ya que normalmente la legislación vigente no obliga a revelar la propiedad derivada de los activos asociados⁶. Cuando esta propiedad oculta lleva aparejados derechos de voto informales, entonces se denomina **propiedad oculta moldeable**⁷.

Tras analizar las diferentes definiciones, se puede observar cómo la aparición de activos asociados a las acciones ha creado nuevas formas de asociación entre propiedad económica y derechos de voto. Estos activos asociados han permitido a los inversores salirse del esquema de propiedad directa y derechos formales de voto y poder elegir de manera independiente tanto la propiedad económica que desean sobre una empresa como los derechos de voto que desean ejercer. Además, estos activos asociados también permiten a los inversores no tener que estar sujetos a la obligación de revelar sus posiciones al registro de participaciones significativas cuando sus derechos de voto superan determinados umbrales⁸.

5. Por ejemplo, si un inversor posee una acción y vende dos futuros sobre esa misma acción su propiedad económica neta será negativa. Le interesará que los rendimientos económicos de la acción sean negativos.

6. Como se verá más adelante, en España los miembros de la junta directiva y las Instituciones de Inversión Colectiva están obligados a revelar sus posiciones sobre derivados.

7. Los derechos de voto "moldeable" se refieren a los derechos de voto derivados de los usos y costumbres existentes en los mercados de valores y tienen como resultado que el sentido del voto lo decide alguien diferente del propietario de las acciones. Por ello, estos derechos de voto no son conocidos, ni verificables por parte de terceros.

8. Como se verá más adelante, en España estos umbrales son el 5% del total de las acciones de una empresa y sus respectivos múltiplos para los inversores que no son directivos, reduciéndose el umbral al 1% cuando el inversor reside en un paraíso fiscal. Los directivos deben comunicar cuántas acciones poseen y sus posiciones en derivados independientemente de su cuantía.

En el cuadro 1 se ofrecen algunos ejemplos de cómo se aplican las definiciones a diferentes combinaciones de acciones y activos asociados:

Carteras de acciones y activos asociados

CUADRO 1

	Propiedad de voto	Propiedad económica	Activos asociados	Propiedad económica neta
Votante vacío				
Acción cubierta con un equity swap	Sí	Directa	Equity swap	Cero
Acción cubierta con opciones	Sí	Directa	Vender call o comprar put	Cero
Captura de voto vía préstamo de valores	Sí	No	No	Cero
Captura de voto vía préstamo de valores con venta en corto	Sí	No	No	Negativa
Propiedad oculta moldeable				
Derechos de voto por adquisición de acciones	Derecho informal de adquirir las acciones de la contraparte	Indirecta	Equity swap	Positiva
Derechos de voto por elección del sentido de voto de las acciones de otros	Derecho informal para decidir el voto de las acciones adquiridas por la contraparte	Indirecta	Equity swap	Positiva

Fuente: Elaboración propia.

2.1. **Votante vacío**

En esta sección se examina de una manera más exhaustiva los mecanismos detrás de lo que se ha denominado votante vacío y las situaciones más habituales donde se utiliza. Los inversores logran una situación de votante vacío mediante el uso de derivados sobre acciones y mediante el préstamo de valores.

En el caso de uso de derivados sobre acciones, normalmente los derivados usados son OTC. Estos derivados son usados habitualmente como estrategia de cobertura por parte del propietario de unas acciones de tal manera que la exposición final del inversor al rendimiento de las acciones se ve disminuida considerablemente, llegando a poder ser negativa. Éste sería el caso en que un inversor optara por una sobrecobertura de las acciones que posee; esto se daría por ejemplo en los casos en que el inversor prevea que el precio de esas acciones va a bajar en un futuro no muy lejano⁹.

9. Una estrategia de sobrecobertura para un inversor que tuviera una cartera de 100 acciones de una compañía sería vender 150 futuros.

En los últimos años se ha popularizado el uso de los equity swaps como estrategia de cobertura. Los equity swaps son derivados cuyo subyacente son acciones sobre una empresa y constan de dos patas. El inversor que toma la pata corta o de tipo de interés paga a la pata larga o de renta variable un porcentaje fijo sobre el nominal del contrato. El inversor de la pata larga paga al de la pata corta el rendimiento que hayan tenido las acciones durante un período de tiempo determinado y sobre el nominal del contrato. Así, los inversores que poseen acciones de una determinada empresa y que quieren cubrirse del rendimiento de estas acciones durante un período determinado de tiempo suelen tomar la pata corta o de tipo de interés y pagar a la pata larga.

El hecho de que los inversores puedan cubrirse del riesgo de mercado de sus acciones puede tener importantes consecuencias para el gobierno corporativo de las empresas de las que estos inversores son accionistas. Estos inversores pueden mitigar los efectos que sobre el precio de sus acciones tienen las decisiones que la empresa tome a través de los votos de sus accionistas, lo que induce a incentivos perversos a la hora de emitir el voto.

Para ilustrar situaciones en que los poseedores de acciones se encuentran con incentivos perversos se describe en el siguiente ejemplo: existe un inversor que no es directivo y que tiene un porcentaje determinado de las acciones de una empresa. Sobre esta empresa se lanza una opa hostil que se supone crea valor para la empresa. Los actuales miembros de la junta directiva tienen un porcentaje alto de la empresa aunque no mayoritario y no están interesados en que la opa siga adelante. En estas circunstancias el inversor que no pertenece a la junta directiva podría adoptar la siguiente estrategia; sobrecubrir las acciones que posee con derivados sobre esas acciones, por ejemplo, mediante la venta de un número de futuros superior al número de acciones. Esta sobrecobertura implica que el inversor obtiene beneficios de su estrategia cuando la acción baja de precio, y eso lo puede lograr fácilmente votando en contra de que se lleve a cabo la adquisición mediante la opa hostil que se lanzó. En este caso concreto, la estrategia de este inversor en que usa el voto vacío en sus propios intereses perjudica al conjunto de accionistas y especialmente a los inversores minoristas.

Un caso concreto de gran importancia donde se da la cobertura de acciones con derivados es el caso en que los inversores que son directivos compran collars para cubrirse contra riesgos de bajada extremos¹⁰. Muchos de estos inversores tienen su fortuna concentrada en la posesión de acciones de la empresa en que son directivos. Es por ello por lo que los bancos de inversión han diseñado productos (los collars son los más comunes) para que este tipo de inversores puedan diversificar o al menos reducir su exposición al precio de un único activo¹¹. Con esta estrategia los directivos retienen el control sobre la empresa sin tener por ello que sufrir la volatilidad de una cartera excesivamente concentrada en el rendimiento de una acción.

10. Un collar consiste en la compra de una put sobre una determinada acción y al mismo tiempo la venta de una call de tal manera que el coste para el inversor es cero.

11. En el artículo de Hu y Black (2006a) se afirma que en Estados Unidos, en el año 2001, en media los ejecutivos de las compañías que cotizan en bolsa usaban collars para cubrir el 36% de su activo en las compañías en que eran dirigentes. Esta cobertura es equivalente a reducir su posición en un 25% en términos de propiedad económica.

En los años 80 se popularizaron métodos en que los miembros de la junta directiva retenían el control de la empresa traspasando la propiedad económica a otros inversores. Estos métodos fueron la emisión de acciones con poder de voto limitado y las estructuras de propiedad piramidales¹². Estos métodos fueron criticados, lo que ha llevado a que por ejemplo la emisión de acciones con poder de voto limitado haya prácticamente desaparecido. Sin embargo, si se comparan estos métodos con las coberturas con derivados que hacen los directivos en los últimos años se puede observar que la cobertura con derivados es beneficioso para el gobierno corporativo de las empresas.

El uso de los derivados para cubrir la propiedad económica podría hacer a los directivos menos aversos a los riesgos específicos de la empresa y por ello más receptivos a aumentar el valor de la empresa. Es más probable que aprueben proyectos con valor presente descontado positivo pero que aumenten el riesgo de la empresa que proyectos menos rentables pero que ayuden a que la empresa tenga menos riesgo específico. Al ser beneficioso para el conjunto de accionistas, este tipo de acciones de los directivos no plantean problemas regulatorios.

Las estrategias que se han descrito anteriormente tenían como elemento común el uso de derivados como activo asociado que permiten a los inversores que los suscribían tener derechos de voto evitando en parte, totalmente e incluso invirtiendo la propiedad económica sobre la empresa que otorgan las acciones. La segunda estrategia que se adopta para conseguir reducir la propiedad económica, a la vez que se mantienen los derechos de voto, es pedir prestadas acciones mediante el préstamo de valores¹³. Los contratos de préstamos de acciones (los cuales también se consideran una forma de activo asociado) traspasan los derechos de voto a los prestatarios; sin embargo el poder económico sobre las acciones se mantiene en el lado de los prestamistas. Así, el prestatario se queda con los derechos de votos pero sin la propiedad económica y el prestamista se queda con la propiedad económica y sin los derechos de voto.

El préstamo de acciones se usa tradicionalmente para que el prestatario pueda adoptar la estrategia de inversión de venta en corto sobre acciones que no posee en su cartera. En esta estrategia el prestatario vende las acciones prestadas en el mercado, con lo que finalmente el prestatario acaba sin derechos de voto y con un poder económico negativo. Trascurrido el período en que el préstamo de las acciones estaba

12. En estas estructuras piramidales una empresa controla una porción de los valores de una o más de otras empresas (la "segunda capa"), cada una de las cuales, a su vez, tiene una porción controladora de una o más de otras empresas (la "tercera capa"). Esta pirámide les permite a los que disponen de información corporativa y controlan la compañía que ocupa el nivel superior controlar efectivamente todas las empresas que forman la pirámide, aun cuando su propiedad nominal en todas esas otras empresas, especialmente las de los niveles inferiores, puede ser bastante pequeña.

13. En un contrato típico de préstamo de acciones, el prestatario de las acciones tiene un acuerdo con el prestamista que básicamente se resume en dos puntos: (i) devolver las acciones al prestamista siempre que alguna de las partes lo desee y (ii) pagar al prestamista el valor de cualquier dividendo o cualquier otra retribución que lleven aparejadas las acciones prestadas durante el período de préstamo. Estos contratos de préstamos de valores suelen estar colateralizados por parte del prestatario con dinero en efectivo o valores de renta fija de la máxima calidad crediticia. En este contrato el prestatario le paga al prestamista un porcentaje fijo sobre el total del valor de mercado de las acciones prestadas.

en vigor, el prestamista cierra la posición corta en el mercado de contado y devuelve las acciones al prestamista.

Sin embargo, el préstamo de acciones es una vía fácil para que un inversor logre una posición de votante vacío. Como se ha señalado anteriormente, un prestatario de acciones que se queda con ellas logra los derechos de voto de las acciones pero no obtiene el poder económico de las mismas. En este caso la estrategia óptima para el inversor es pedir prestadas las acciones días antes del día del registro para la junta general de accionistas y cerrar la posición de préstamo el día después del día de registro.

Al igual que en el caso de accionistas que usaban los derivados como activo asociado, el hecho de que un inversor pueda convertirse en votante vacío a través del préstamo de valores puede tener consecuencias negativas y positivas para el gobierno corporativo. Sin embargo hay un hecho diferencial positivo en este caso: el préstamo de valores permite reunir de una manera eficiente los votos de muchos accionistas minoritarios en un solo votante. Es bien conocido que cuando el voto en una empresa está muy repartido entre diferentes accionistas, cada accionista piensa que su voto no puede influir en la decisión final, lo cual hace que muchos de ellos no voten¹⁴. En cambio, si todos estos votos están concentrados en un único votante, este votante sí tiene internalizado la influencia de su voto en el resultado final de la votación.

En el caso de que un inversor se convierta en un votante vacío bien por el uso de derivados o bien por el uso de préstamo de valores no está claro que este hecho perjudique en todos los casos al conjunto de los accionistas. Hay situaciones donde el resto de accionistas lograrán ganancias económicas y otras donde lograrán pérdidas.

2.2. Propiedad oculta moldeable

Los derivados sobre acciones también pueden ser usados por los inversores para evitar las reglas sobre la obligación de comunicar los porcentajes de participación que poseen en una empresa. Los Registros oficiales de participaciones significativas, sobre todo de los inversores no directivos, se basan en gran medida en la idea de que los votos y la propiedad económica de las acciones van unidas. Sin embargo, mediante el uso de derivados, por ejemplo equity swaps, algunos inversores disfrutan de derechos de voto sin tener la propiedad económica de las acciones evitando que el resto de inversores conozcan cuál es su verdadera participación en una empresa. Ésta es una estrategia que está siendo utilizada por algunos hedge funds en los últimos años¹⁵.

Cuando un inversor toma una posición larga en un derivado sobre acciones, su contraparte necesita cubrir su posición vendedora. Esta contraparte normalmente utiliza como uno de los elementos en su método de cobertura la compra de las acciones

14. Este resultado está desarrollado en Milnor y Shapley (1978) y en Shapiro y Shapley (1978).

15. A principios de 2001, un hedge fund poseía oficialmente menos del 5% de una empresa cotizada llamada Rubicon, sin embargo en junio de 2001 reveló que poseía el 16% de dicha compañía justo antes de la junta general de accionista de ese año. El hedge fund usó equity swaps para ocultar el verdadero porcentaje de acciones que tenía.

que el contrato derivado tiene como subyacente, especialmente cuando éste es una acción con escaso free float. Por las actuales convenciones de mercado, un inversor cuando entra en un derivado que tiene como subyacente acciones de una empresa acaba disponiendo del derecho de voto sobre las acciones que su contraparte compra para cubrir su posición¹⁶. Por ello estos inversores disponen del derecho de voto de acciones que ellos no poseen y que no están reflejadas en el Registro oficial de participaciones significativas.

El hecho de que existan inversores cuyos derechos de voto efectivos representan un porcentaje significativo pero que no sea público para el resto de accionistas de la empresa debido a la regulación actual sobre revelación de participaciones significativas puede tener importantes consecuencias para el gobierno corporativo de las empresas.

Esto tiene especial importancia en la toma de decisiones estratégicas por el hecho de que los registros de participaciones significativas no reflejen el verdadero reparto que existe de los derechos de voto de la empresa. Se plantean situaciones donde un inversor tiene una participación muy pequeña en acciones pero tiene firmado un equity swap con una contraparte por valor del 10% de la compañía. Como la práctica de mercado es que el inversor pueda disponer del 10% de los derechos de voto de esa compañía, en las votaciones sobre temas relevantes pueden surgir sorpresas debido a este voto oculto. Esto es perjudicial para el conjunto de los accionistas, al haber incertidumbre sobre la verdadera propiedad del voto, las tomas de control serán improbables y esto tendrá su reflejo en un menor precio de la acción para el conjunto de accionistas.

También se han producido otros usos de esta propiedad oculta de votos. La más significativa es su uso para no llegar al umbral que obliga a un inversor a lanzar una opa en la legislación de opas *a posteriori*¹⁷. Si el inversor en vez de adquirir directamente acciones de una empresa lo hace a través de un equity swap, mantendrá el control de la empresa en el porcentaje que desea y no tendrá que lanzar una opa, ya que sólo debe comunicar al Registro cuando se trate de la compra directa de acciones¹⁸. También relacionada con la toma de control de empresas vía opas, los inver-

16. Si la contraparte utilizara los votos de las acciones que compra para cubrir las posiciones en derivados en un sentido diferente al requerido por el comprador de los derivados, aparte de seguramente perder a ese cliente, entraría en un enorme riesgo reputacional.

17. Existen dos maneras de regular las opas: están las opas *a priori* y las opas *a posteriori*. En las opas *a priori*, el opante lanza una oferta sobre un paquete de acciones de la opada, el opante decide el precio por acción que está dispuesto a pagar. En las opas *a posteriori*, un inversor está obligado a lanzar una opa una vez alcanza un determinado porcentaje de propiedad directa de acciones. El precio que paga lo determina la ley mediante alguna regla objetiva, por ejemplo el mayor precio en una determinada ventana de tiempo o el precio medio en una ventana de tiempo más reducida que la del mayor precio.

18. En 2005 se dio un caso representativo. La familia Agnelli entró en un equity swap con Merrill Lynch como contraparte cuyo subyacente fueron acciones de Fiat. La compañía Fiat tenía previsto hacer una ampliación de capital, con lo que el porcentaje de control de la familia Agnelli iba a disminuir. Ellos querían retener el mismo porcentaje de control tras la ampliación de capital, pero si compraban acciones antes de la ampliación, por ser más baratas, el porcentaje de acciones que poseerían haría que lanzaran una opa, por superar el umbral legal. Por ello entraron en un equity swap antes de la ampliación, el cual deshicieron después de la ampliación cuando el porcentaje de las acciones que poseía la familia no superaba el umbral que les obligaba a lanzar una opa.

sores pueden tomar una participación significativa previa al lanzamiento de una opa mediante el uso de derivados a un precio menor. Mediante un equity swap, el futuro opante puede tomar la posición que desee sin que sea revelada al resto de inversores, previniendo una previsible alza en el precio de la acción.

2.3. Activos de otras empresas

Este apartado hace referencia a las situaciones donde un inversor utiliza la inversión en una empresa como activo asociado para poder influir en lo que ocurre en una tercera empresa. Se pueden identificar este tipo de comportamiento en dos circunstancias: cuando una empresa es opada y cuando se usan derivados sobre una empresa para cubrir la posición en acciones en una tercera empresa.

Cuando una empresa es opada pueden tener lugar dos circunstancias dependiendo de la propiedad económica positiva o negativa que tenga el inversor. Si un inversor tiene una propiedad económica negativa sobre la empresa opada, una estrategia que el inversor puede seguir es comprar acciones de la empresa opante para que ésta abandone su intención de adquirir el control sobre la otra empresa perjudicando al resto de accionistas de la empresa opada¹⁹. Un ejemplo más clásico y que beneficia al resto de accionistas es cuando un inversor compra acciones de la empresa opada y vende en corto acciones de la empresa opante.

En determinadas circunstancias, existen inversores que recurren a la compra de derivados sobre acciones muy correlacionadas con las de las acciones de su cartera, normalmente empresas del mismo sector. El caso más común se da entre los ejecutivos con una gran participación accionarial en una determinada empresa: utilizan esta posibilidad como una manera de diversificar su cartera y que no esté excesivamente concentrada. Estos inversores quisieran hacer su cobertura mediante opciones put sobre las acciones de la empresa en que son ejecutivos, pero esto podría darles problemas desde un punto de vista legal. En caso de que el precio de la acción de su compañía realmente bajara podrían ser acusados de insider trading. Por ello, es más conveniente para ellos comprar opciones put sobre las acciones de una empresa del mismo del sector.

2.4. Consecuencias del activismo y de la separación en las acciones del derecho de voto y de la propiedad económica

Como se ha señalado anteriormente la tecnología que permite la separación en las acciones de la propiedad económica de los derechos políticos no es nueva. Lo que es realmente novedoso es la existencia de inversores, especialmente hedge funds, que

19. Un ejemplo de esta situación se dio en el intento de Deutsche Boerse (DB) por comprar la Bolsa de Londres (LSE). En diciembre de 2004 DB anunció su intención de comprar LSE. En enero de 2005 dos hedge funds tenían el 8% de las acciones de DB y se opusieron a que ésta llevara a cabo la opa, la cual al final fue abandonada por parte de DB. Lo importante del ejemplo es que estos hedge funds habían vendido acciones en corto de LSE tras haberse anunciado la intención inicial de DB. Con esta estrategia ganaron doblemente, por la venta en corto de acciones de LSE y por la las acciones que tenían de DB.

se están aprovechando de esta tecnología para conseguir rentabilidad económica a través de su influencia en el gobierno corporativo de las empresas.

El activismo de estos hedge funds en las decisiones de las empresas es estratégico y *ex ante*: los gestores de estos hedge funds primero determinan si pueden obtener beneficio de tomar posiciones activas en las decisiones de una compañía: si el resultado es positivo toman una participación en esa compañía para hacer valer su posición. Anteriormente a la aparición de estos hedge funds, cuando los inversores tomaban posiciones en la toma de decisiones de una empresa siempre era como consecuencia de situaciones sobrevenidas donde el inversor había tomado posiciones en la empresa antes de que se diera la situación que le había llevado a tomar una posición.

El activismo de este nuevo tipo de inversores trae consigo ventajas e inconvenientes para el resto de accionistas y para la propia empresa. Es conveniente recordar que estos hedge funds persiguen la rentabilidad de sus partícipes, y sus intereses a veces coinciden y otras no con las del resto de los accionistas, especialmente de los minoritarios. En los casos en que los intereses del hedge fund coinciden con los del resto de accionistas, la existencia de este tipo de inversores es beneficiosa para el conjunto. Ellos actúan como catalizadores de los intereses del conjunto de los accionistas, forzando decisiones, a veces en contra de los directivos de la empresa, que les benefician a todos ellos. Sin embargo, se han dado casos en que los intereses del hedge fund activista no coincidían con los del resto de accionistas y aun así intentaron convencerlos de que su posición era la correcta²⁰.

Este tipo de hedge fund tiene como uno de sus objetivos cambiar a la junta directiva cuando estiman que la empresa está mal gestionada. Este objetivo de inversión hace que las juntas directivas de las empresas tengan incentivos para gestionar mejor las empresas. Ésta es una situación de la que todos los accionistas se ven beneficiados ya que la existencia de estos hedge funds permite que se mejoren los problemas de agencia presentes entre los miembros de las juntas directivas de las empresas cotizadas y sus accionistas. No obstante, en Kahan y Rock (2006) se señala que la presión que estos hedge funds ejercen puede tener como resultado que los dirigentes incrementen su preferencia por los proyectos que den resultados a corto plazo a pesar de poder acometer mejores proyectos a más largo plazo, con el consiguiente perjuicio para los accionistas²¹.

20. Un caso de este tipo se dio en el intento de compra de MONY por parte de AXA. En este caso había hedge funds a favor y en contra de que la operación se llevara a cabo. Uno de estos hedge fund, Highfields, poseía un 5% de MONY que tomó posiciones para que la compra no se llevara a cabo. Sin embargo, el interés de Highfields no puede ser entendido completamente sin saber que también poseía una posición corta en bonos convertibles en acciones de AXA. Estos bonos se convertían en acciones si la operación de compra era un éxito y se liquidaban a su valor nominal más un tipo de interés si no se llevaba a cabo la operación. Teniendo en cuenta las inversiones de Highfields en MONY y AXA, su interés era que la opa no culminara con éxito independientemente de que la compra beneficiara a los intereses del conjunto de accionistas de MONY,

21. La teoría de que los mercados de valores sufre miopía está fundamentada en gran parte en que son los directivos de las empresas quienes sufren de miopía. Esta miopía viene motivada por el sistema de los sueldos a directivos que impera en muchas de las empresas cotizadas, donde los directivos cobran cuantiosos bonus si logran determinados objetivos a una fecha no muy lejana.

Esto no haría sino agravar la teoría de que los mercados de valores son miopes. Esta teoría ha encontrado un extraordinario soporte en el enorme crecimiento de las entidades dedicadas al capital riesgo que se están aprovechando de esta miopía. Las grandes entidades de capital riesgo, por ejemplo KKR o Blackstone, han encontrado una buena oportunidad de beneficio en comprar y excluir de la Bolsa empresas cotizadas que ellos ahora gestionan.

No todos los participantes en el mercado opinan igual. Hay participantes que piensan que las actividades que llevan a cabo los hedge funds activistas y las entidades de capital riesgo podrían ser complementarias; esto proveería los incentivos correctos para que se reduzcan los problemas de agencia con los directivos y para que los accionistas logren la máxima rentabilidad en su inversión.

Por tanto la irrupción de este tipo de inversores ha traído consecuencias positivas y negativas para el resto de inversores que participan en los mercados de valores. Como se ha dicho anteriormente, muchas de las actividades que llevan a cabo estos hedge funds las realizan haciendo uso de poca transparencia, con lo que no se sabe cuál es el alcance real de sus actividades. Es necesario un mejor conocimiento de sus actividades y de las consecuencias que acarrear mejorando la transparencia para poder dictaminar si es necesario llevar a cabo cambios en la regulación y, si fuera necesario, en qué aspectos.

3. Regulación actual de comunicación de las participaciones significativas en empresas cotizadas y de informes trimestrales de las IIC

Los inversores que practican el activismo en la toma de decisiones de las empresas suelen utilizar la ingeniería financiera para ocultar sus posiciones en los diferentes activos que componen su cartera. Existen además otros tipos de inversores que utilizan la ingeniería financiera para ocultar posiciones por otro tipo de razones²². Es por ello conveniente conocer y analizar la legislación sobre participaciones significativas y sobre la información trimestral que las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC a partir de este momento) deben poner en conocimiento de sus partícipes y las posibilidades que la ingeniería financiera ofrece para ocultar posiciones que no se deseen revelar.

3.1. Legislación

En España, la comunicación de participaciones significativas en empresas cotizadas viene regulada por lo previsto en el artículo 53 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Este artículo consagra la obligación por parte de los inversores de informar a las Bolsas en que sus acciones se negocien y a la CNMV cuando el porcentaje de acciones que poseen supere un determinado porcentaje del total. Tanto las Bolsas como la CNMV están obligadas a hacer pública la información suministrada por los inversores. Los administradores de las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una Bolsa de Valores deberán comunicar cualquier transmisión o adquisición de acciones que realicen en su nombre y además deberán comunicar la adquisición o enajenación de derechos de opción sobre acciones de la sociedad²³.

Un caso especial en cuanto a la revelación pública de la cartera que tiene un inversor lo constituyen las IIC, ya que están obligados a informar periódicamente a sus partícipes y accionistas de cuál es la cartera de la IIC en que tienen su dinero invertido. Esta obligación aparece regulada en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

El artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores fue desarrollado mediante el Real Decreto 377/1991, de 15 marzo, y posteriormente parcialmente modificado por el

22. Como se expuso en el pie de la página 18, la familia Agnelli utilizó un equity swap para no desvelar su verdadera posición en Fiat y así no verse obligada a lanzar una opa por el total del capital de la empresa.

23. Se entiende por directivo a los directores generales y asimilados que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de la sociedad cotizada y a los miembros del Consejo de Administración de la empresa.

Real Decreto 2590/1998 de 7 de diciembre y el Real Decreto 1370/2000 de 19 de julio. Así en el Real Decreto 377/1991 de 15 de marzo se establece en su artículo 1 que las adquisiciones o transmisiones de acciones de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa de Valores que determinen que el porcentaje de capital que quede en poder del adquirente alcance el 5 por 100, o sus sucesivos múltiplos, se comunicarán a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que sus acciones estén admitidas a negociación y a la CNMV²⁴. El porcentaje será del 1 por 100, o sus sucesivos múltiplos, siempre que el adquirente, o quien actúe por su cuenta, tenga su residencia en un paraíso fiscal, conforme a la legislación vigente, o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV²⁵. En el caso de los directivos, éstos deben informar sobre las adquisiciones y transmisiones que realicen sobre las acciones y derivados cuyo subyacente sean las acciones de la empresa en la que son directivos.

En este Real Decreto también se describe un concepto muy importante; este concepto es lo que se entiende por adquisición. Se consideran adquisiciones o transmisiones las que tengan lugar tanto por título de compraventa, como las que se produzcan en virtud de cualquier otro título oneroso o lucrativo, con independencia del modo en que se instrumenten. Esta definición considera tanto las adquisiciones directas a través de la compraventa como la adquisición mediante el uso de derivados. En los supuestos de usufructo de las acciones, se considera como titular de las mismas quien ostente la titularidad de los correspondientes derechos de voto, sea propietario, usufructuario o acreedor pignoraticio.

En concreto, en materia de opciones sobre acciones o sistemas de retribución, las comunicaciones que los directivos de las empresas deben remitir a los organismos correspondientes contendrán los siguientes aspectos:

1. Clase de derecho que se adquiere o transmite.
2. Título en virtud del cual se adquieran los derechos de opción, y, en caso de enajenación, título en virtud del cual se posean los transmitidos.
3. Descripción del subyacente de la opción, precisando a estos efectos el valor de las acciones tanto en el momento inicial como el precio de la opción.
4. Plazo para el ejercicio del derecho de opción.
5. Régimen de transmisión, si procede.
6. Prima, en su caso, que se haya desembolsado para adquirir la opción o cualquier otra contraprestación.

24. Es decir, los inversores deben comunicar su porcentaje de acciones cuando supere o baje del 5%, del 10%, del 15%, y los siguientes múltiplos de 5 hasta el 100%.

25. Los países o territorios que se encuentran en la categoría descrita serán especificados por el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este caso, los inversores deben comunicar su porcentaje cuando éste supere el umbral del 1%, del 2%, así hasta el 100%.

7. Posibles financiaciones para la adquisición de las opciones concedidas por la entidad emisora, así como, en su caso, cualquier garantía o cobertura a favor del tenedor de opciones que eventualmente le hubiera sido otorgada por esa entidad en relación con el ejercicio o cancelación de esas opciones.
8. Número de opciones que se adquieren y derechos de opción de que sea titular el adquirente o enajenante después de la adquisición o enajenación.
9. Estimación en base a los datos existentes en la fecha de comunicación, del número de acciones que resultarían del ejercicio de los derechos de opción por el titular de la comunicación.

En cuanto al préstamo de valores, en los supuestos de usufructo o prenda de acciones tendrá la consideración de titular de las mismas quien ostente la titularidad de los correspondientes derechos de voto, sea propietario, usufructuario o acreedor pignoraticio. Aunque no siempre es así, la práctica usual es que el prestamista sea quien disfrute de los derechos de votos de las acciones.

Las comunicaciones de las participaciones descritas anteriormente deberán efectuarse dentro de los siete días hábiles siguientes a la fecha del contrato a excepción de los directivos que deben comunicarlas en los cinco días hábiles siguientes en virtud del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado²⁶. En el futuro, con la transposición de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre, todas las participaciones de los administradores de las empresas se deberán comunicar como muy tarde el cuarto día de mercado a contar a partir del día siguiente de la transacción que da lugar a la obligación de comunicar. Las informaciones resultantes de las comunicaciones contempladas en este capítulo se harán públicas por los siguiente medios:

- Puesta a disposición, en favor de los accionistas que lo soliciten, por parte de las sociedades cotizadas.
- Difusión por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y, en el caso de que los valores se negocien a través del Sistema de Interconexión Bursátil, por la Sociedad de Bolsas, a través del sistema de información bursátil que establezcan. A estos efectos, las Sociedad Rectoras remitirán a la Sociedad de Bolsas copia de las comunicaciones que reciban relativas a valores que se negocien a través del citado Sistema, pudiendo convenir que sea una sola de ellas la que cumpla con esta obligación de remisión.
- Incorporación a los Registros Públicos de la CNMV, que podrá también decidir la aplicación de otros sistemas de difusión. A tal fin, se podrán practicar de oficio las inscripciones referidas a hechos susceptibles de comunicación de los que se haya tenido conocimiento en el marco de las competencias de supervisión.

26. Si la adquisición de las acciones se ha efectuado mediante la suscripción de acciones en una ampliación de capital, dicho plazo contará desde el día en que finalice el período de suscripción. En el supuesto de que la adquisición o transmisión sea consecuencia de un título no contractual, se contará desde la fecha en que produzca efecto.

Por último, se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda, y con su habilitación expresa a la CNMV, para regular cuantos extremos estime precisos para la correcta aplicación y desarrollo de lo previsto en el Real Decreto 377/1991.

El Real Decreto 377/1991 fue parcialmente modificado y ampliado por el Real Decreto 2590/1998 de 7 de noviembre y el Real Decreto 1370/2000 de 19 de julio. En concreto, en el Real Decreto 2590/1998 se establece la equiparación entre la adquisición de acciones y la celebración de acuerdos y convenios con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la empresa cotizada. La ruptura o modificación de estos acuerdos deberá ser también objeto de comunicación.

El Real Decreto 1370/2000 y el Real Decreto 1333/2005 ampliaron la obligación de comunicación de instrumentos sobre acciones por parte de los administradores de las sociedades cotizadas. Se asimilaron al derecho de opción sobre acciones los warrants, las obligaciones convertibles o canjeables y cualesquiera otros valores ligados a las acciones de la empresa en que son dirigentes.

Como se ha señalado anteriormente, las IIC tienen la obligación de informar periódicamente, en concreto cada tres meses, sobre la cartera en que el fondo tiene invertido el dinero de los partícipes. En concreto, en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, viene señalado que la Sociedad Gestora o el Depositario deberá remitir la cartera con una periodicidad no superior a los tres meses en el caso de las IIC de Inversión Mobiliaria. Esta aplicación también debe ser cumplida por las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable respecto a sus socios.

La Circular 1/1991 de la CNMV regula el contenido de los informes trimestrales de los fondos de inversión y de las sociedades de inversión. Estos estados de situación además de ser remitidos a los partícipes también son remitidos a la CNMV. Por tanto las posiciones en acciones y derivados sobre acciones de las IIC de Inversión Mobiliaria son conocidas cada tres meses. Esta obligación de poner en conocimiento público la cartera, además de a las IIC de Régimen Común, también se aplica a las IIC de Inversión Libre o hedge funds.

3.2. La legislación actual y la ingeniería financiera

Dado el creciente uso tanto de los derivados sobre acciones en sus diferentes versiones (equity swaps, opciones, etc.), como del préstamo de valores (véase cuadro 2), es importante destacar, dada la regulación actual, cómo pueden estar influyendo en el gobierno corporativo de las empresas cotizadas.

De la legislación sobre comunicación de participaciones significativas que se aplica a los accionistas directivos y no directivos se deduce que el regulador piensa en este registro como un registro donde se comunican quienes poseen los derechos de voto de las acciones de las empresas cotizadas y no como un registro donde se refleja quien tiene la propiedad económica de las mismas.

Importe en millones de euros

	Saldo vivo ²	Contratación
2001	20.141	89.606
2002	14.125	106.983
2003	28.873	161.775
2004	54.518	306.056
2005	66.737	393.964
2006	62.058	550.850

Fuente: CNMV.

1. Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, artículo 36.7, y la Orden ECO/764/2004.

2. Saldo total menos el importe represtado.

En el caso de los directivos, la normativa que se aplica a la comunicación de sus participaciones en la empresa es la más restrictiva. Los directivos deben comunicar tanto las acciones que poseen como su posición en derivados que tengan como subyacente la acción de la empresa. Es importante señalar que en este caso, dada la definición de propiedad que se aplica, los directivos deben comunicar la cantidad de acciones sobre las que tienen derecho de voto.

En el caso de los directivos al tener que dar completa relación de las acciones sobre las que tienen el derecho de voto y de los derivados que dependen del valor de la acción se puede saber cuál es la posición del directivo en la empresa en términos de derecho de voto. Sin embargo, si se quiere conocer la posición económica que mantiene el directivo en la empresa deberíamos saber los valores que tiene en préstamo y que actualmente no son recogidos en el Registro.

Una información que tampoco recoge el Registro es la compra de acciones o de derivados sobre acciones que están muy relacionadas con la empresa donde es directivo. Esto introduce una distorsión sobre la propiedad económica de un directivo que se cubra o especule usando activos altamente correlacionados con los de la empresa donde es dirigente. Este tipo de situaciones no están recogidas en la legislación actual. Tanto la situación donde el dirigente es un votante vacío como la situación donde el dirigente ostenta una propiedad moldeable puede ser detectada mediante el uso de los registros de participaciones significativas salvo para el caso en que el dirigente posea derechos de voto provenientes de haber tomado en préstamo acciones.

Un caso muy diferente es el de los inversores no directivos de las empresas. En este caso los inversores no deben informar sobre sus posiciones en derivados; además estos inversores deben informar sobre sus posiciones en acciones sólo cuando sus derechos de voto sobrepasan determinados umbrales; 5%, 10%, 15%, etc. Al igual que los directivos, estos inversores no deben informar ni sobre las acciones que poseen en préstamo ni sobre sus posiciones en activos relacionados con la empresa de la que tienen una participación significativa.

El hecho de que este tipo de inversores no tengan que hacer ningún tipo de comunicación sobre su posición en derivados hace que estos inversores puedan adoptar

las estrategias de ser un votante vacío y de mantener un porcentaje de acciones mediante la propiedad oculta moldeable²⁷. Por ejemplo, una vez el inversor tiene un porcentaje significativo de acciones, convertirse en un votante vacío y que no sea de conocimiento público es una tarea fácil mediante el uso de derivados. El inversor puede suscribir un equity swap traspasando la propiedad económica a otro inversor o puede vender futuros.

El inversor también puede conseguir porcentajes de voto vacío y además oculto por medio del préstamo de valores. Un inversor de una empresa con acciones que le dan una propiedad de un porcentaje algo superior al 5% puede tomar un porcentaje de los derechos de voto sin tener que comunicarlo siempre que su porcentaje de derecho de voto no supere el 10% del total de la empresa.

Tampoco le resultaría difícil a este inversor obtener la propiedad oculta moldeable de acciones mediante el uso de derivados. El inversor no tiene más que suscribir la parte de un equity swap que se queda con la propiedad económica de las acciones. La contraparte suele comprar acciones de la compañía que se toma como subyacente como estrategia para cubrirse y la práctica de mercado hace que o bien el inversor pueda deshacer la posición y quedarse con las acciones con las que la contraparte se cubre o bien directamente decidir el voto de dichas acciones.

En el caso de que el accionista fuera una IIC, se cuenta con la información periódica que las IIC deben remitir a sus accionistas y partícipes. Trimestralmente, las IIC deben informar a sus partícipes de cuáles son las posiciones de la IIC tanto en instrumentos de contado, acciones y bonos fundamentalmente, como las posiciones en derivados. En este informe, la IIC informa sobre sus posiciones económicas en los activos, las cuales no tienen por qué coincidir con los derechos políticos de que la IIC dispone en ese momento. Una información importante que omite este informe y por la que no se puede deducir cuál es la posición de la IIC en términos de derechos políticos es la posición sobre los valores que tiene prestados o que tenga en préstamo en ese momento. Si bien es cierto que se espera que el número de acciones que tienen tomadas en préstamo por parte de las IIC de régimen común sea muy pequeño. El artículo 30.6 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, impide que estas IIC constituyan garantías fuera de los mercados organizados de derivados.

Las IIC de Inversión Libre sí pueden tomar valores en préstamo y venderlos en corto. Este tipo de IIC están sujetas a las mismas leyes que el resto de IIC en cuanto a la información trimestral que deben dar a sus partícipes. Por ello, a menos que sea por propia iniciativa de estas IIC, la información que recibirán los partícipes no reflejará fielmente el estado de posición de la cartera desde un punto de vista político.

27. Un ejemplo reciente muy conocido en el mercado español de propiedad oculta moldeable se dio en la opa de E.on sobre Endesa. En ese caso, E.on y Caja Madrid suscribieron un equity swap donde la propiedad económica de las acciones la tenía E.on; sin embargo los derechos políticos debían ser ejercidos por Caja Madrid. Sin embargo, tácitamente se había decidido que el sentido del voto de las acciones de Caja Madrid debía ser decidido por E.on.

Es conveniente señalar que las IIC, tanto de Régimen Común como de Inversión Libre, no pueden tener como política de inversión el convertirse en inversores activistas que logran su rentabilidad a través de la influencia en las decisiones de la empresa en que son accionistas. El artículo 38.4 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se lo prohíbe. Esto no impide que ante una situación sobrevenida en la que la IIC era accionista, dicha IIC tome una posición activa con respecto a la decisión que se debe tomar en la empresa.

4. Propuestas regulatorias

4.1. Propuestas regulatorias a corto plazo

Las propuestas regulatorias a corto plazo pasan por reformar el Registro de participaciones significativas y el contenido de la información que las IIC deben comunicar sobre su cartera a sus partícipes y accionistas. Esta reforma podrá permitir conocer en profundidad el alcance de las prácticas de ingeniería financiera que diversos accionistas usan para lograr el control de las empresas o para evitar cumplir ciertas obligaciones derivadas de sus participaciones significativas como el lanzamiento de una opa por el total de la empresa²⁸. Una vez se disponga de la información sobre el uso que los diferentes accionistas hacen de la ingeniería financiera, el regulador estará en condiciones de valorar si son necesarios otros cambios en la regulación del mercado de valores y en qué sentido.

Siguiendo la idea que se expone en Hu y Black (2006a), la idea es extender y homogeneizar el régimen que se aplica a la comunicación de participaciones significativas. Este régimen homogéneo de revelación de participaciones significativas consiste en extender el actual régimen de los inversores miembros de la junta directiva a todo tipo de inversores ampliándolo con la inclusión de las acciones que el inversor pudiera tener en préstamo. Los umbrales de obligación de comunicar del 5%, el 10%, etc., para los accionistas no directivos se mantendrían, cambiando la forma en que se miden y afectando también a las posiciones cortas²⁹. Las posiciones largas se miden sumando los derechos formales e informales de voto (provenientes en su mayoría de posiciones en derivados). Las posiciones de propiedad cortas se miden en términos de propiedad económica³⁰. En ningún caso las posiciones largas y cortas de un inversor se podrán compensar.

En el caso de la información trimestral que dan las IIC a sus partícipes, sería conveniente que contuviera la información sobre los valores que tiene prestados, así como sobre los que tiene en préstamo³¹.

28. En el artículo 60.2 de la Ley 6/2007, de 12 abril, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores se obliga a lanzar una opa al accionista de una empresa cotizada cuyo porcentaje de derechos de voto es igual o superior al 30%.

29. Se recuerda que estos umbrales son del 1% y sus respectivos múltiplos cuando el inversor tenga su residencia en un paraíso fiscal o en un país donde su regulador no mantenga relaciones con la CNMV.

30. Para medir la posición política informal y económica que proporcionan los derivados no lineales, como por ejemplo las opciones se considera una delta igual a uno.

31. Si bien es cierto que es infrecuente que una IIC de Régimen Común tenga valores en préstamo, ya que no puede operar en corto, teóricamente los podría tener y conseguir ser un votante vacío por el porcentaje de

Con esta propuesta se intenta lograr fundamentalmente los siguiente objetivos:

- Dar a los inversores un solo conjunto de normas que describen las posiciones sobre las que se debe informar y la forma en que se debe dar dicha información.
- Desvelar las posiciones tanto económicas, largas y cortas, como políticas que los inversores mantienen.

Esta propuesta de reforma del Registro de participaciones significativas permitiría capturar a los inversores que actúan como votantes vacíos y a los inversores que mantienen oculta la propiedad de acciones. En el caso de las IIC, como deben informar con el actual sistema sobre su cartera trimestralmente, para evitar que se conviertan en votantes vacíos y no se conozca, se requeriría que extraordinariamente informen cuando su poder de voto exceda en un porcentaje (por ejemplo 0,5% o 1%) su propiedad económica sobre ese determinado valor.

Una de las consecuencias fundamentales de estas reformas es que proporcionan una mejor información sobre el préstamo de valores, quien presta y quien pide prestado, además de conocer si los prestamistas han vendido en corto los valores que han tomado prestados.

En esta propuesta no se ha cuestionado ni los umbrales a partir de los cuales los inversores no directivos deben informar, ni la periodicidad de las informaciones que deben reportar las IIC. En estas dos cuestiones, en principio, se confía en la lógica económica que las soportan. Sólo en caso de que tras esta primera reforma y la nueva información que desvele, se puede pensar en un cambio hacia una información más frecuente por parte de las IIC y/o una bajada en el umbral a partir del cual tienen que revelar los inversores no directivos la cartera sobre activos de esa empresa.

El que los diversos inversores de las empresas cotizadas deban informar al mercado con determinada frecuencia y en determinadas circunstancias al mercado sobre la propiedad económica y política que mantienen, tiene beneficios y costes que el regulador debe tener en cuenta. En el lado del beneficio, es más probable que el precio de las acciones refleje de una manera más eficiente el valor de las empresas si los inversores conocen las decisiones de los inversores significativos y los posibles cambios de control que se pueden producir en las empresas. Esto se produce ya que se permite el fácil acceso a una información que en principio es privada, además al hacerla pública se evita la duplicación en la búsqueda de esta información. En el lado de los costes soportados por tener que revelar esta información, la búsqueda privada de información también puede ayudar a mejorar la eficiencia en la formación de los precios de las acciones a la vez que activa el mercado de toma de control de las empresas y con ello una mejor supervisión sobre la junta directiva de las empresas.

Este modelo de Registro de participaciones significativas y de informes trimestrales para las IIC permite reconstruir los momentos en que se ha usado la ingeniería

acciones que ha tomado prestadas. Aunque por la regulación actual no puede haber IIC de Régimen Común que tengan una estrategia de votante vacío como una de sus formas de inversión, su uso puntual no debe ser descartado.

financiera para obtener derechos políticos e influir en aspectos importantes en el gobierno de empresas. Sin embargo, estas informaciones llegarán en principio tarde para que se pueda cambiar los resultados en las votaciones de las empresas. Mantener la frecuencia y los umbrales con que los inversores no ejecutivos tienen que informar de sus inversiones se debe considerar como un punto de partida y en principio se puede considerar, como se señaló anteriormente, que responden al correcto balance entre los costes y los beneficios del sistema de información. Sin embargo, si el regulador considera que la ingeniería financiera tiene una influencia mayor que la que inicialmente había previsto tendría sentido que la frecuencia y los umbrales a partir de los cuales los inversores deben informar fueran menores. El regulador también podría decidir ampliar el Régimen incluyendo el porcentaje que los inversores con participaciones significativas tienen en activos de otras empresas cuyos rendimientos están altamente correlacionados.

Dada la presente y creciente internacionalización, para obtener una información completa de lo que ocurre en los distintos mercados financieros nacionales es necesaria una creciente coordinación con las medidas y con las informaciones que disponen el resto de reguladores internacionales. Algunas medidas que se proponen para la reforma del Registro de participaciones participativas ya han sido adoptadas en el caso de países como el Reino Unido y Hong Kong. En noviembre de 2005, el regulador del Reino Unido empezó a requerir a los accionistas significativos no directivos que informaran sobre sus posiciones en derivados cuando éstos supusieran la propiedad oculta moldeable de un porcentaje significativo de acciones. En 2003, Hong Kong realizó una petición similar a la realizada en 2005 por el regulador del Reino Unido, extendiéndola también a las posiciones vendedoras de un porcentaje significativo debidas a la posesión de derivados sobre acciones.

4.2. Propuestas regulatorias a largo plazo (si necesarias)

La reforma del Registro de participaciones es una condición necesaria para afrontar futuras reformas. El regulador primero debe conocer cuál es el alcance que la ingeniería financiera tiene sobre el gobierno corporativo de las empresas para poder afrontar cambios regulatorios más profundos en caso de que lo estime necesario. Afrontar cambios regulatorios sin tener la información adecuada podría dar lugar a uno de los problemas más graves que se pueden dar en un mercado regulado, la sobreregulación. Es conveniente recordar que estas prácticas pueden resultar en ocasiones perjudiciales para los accionistas y en otras ocasiones beneficiosas. Una dificultad adicional que se presenta es que las formas en que se pueden separar en las acciones su rendimiento de su poder de voto pueden tomar varias formas. Esto parece indicar que tampoco parece fácil solucionar el posible problema con una única medida regulatoria.

En caso de que el regulador, a luz de la nueva información del Registro de participaciones significativas y de los informes trimestrales de las IIC, decidiera que es necesaria una intervención regulatoria más extensa, puede tomar medidas con vistas a reformar alguno de los siguiente aspectos:

- Creación de las reglas que rigen los derechos de voto de los accionistas.

- Mejora de la arquitectura de los sistemas políticos de decisión de las empresas.
- Intervenir directamente sobre las fuerzas que determinan la oferta y la demanda de los mercados que permiten separar en las acciones su rendimiento económico de sus derechos políticos.

Si bien estas medidas tratan de influir en aspectos diversos, no son entre sí excluyentes.

4.2.1. Creación de las reglas que rigen los derechos de voto de los accionistas

Una medida que el regulador podría tomar es limitar los derechos de voto de los accionistas cuyo interés económico esté por debajo de sus derechos de voto. Esta medida trata de hacer coherentes los dos derechos, el económico y el político, de que debe disfrutar todo accionista y que gracias a la ingeniería financiera los inversores pueden separar.

Aunque la idea de esta medida es coherente, su puesta en marcha plantea problemas de diversa índole. La principal es la manera en que se mide la propiedad económica que tiene un determinado inversor sobre una empresa. Se podrían dar situaciones donde un gestor de IIC tendría posiciones largas en una determinada acción en un fondo y en otro fondo posiciones cortas. En este caso, no es trivial si los participantes del fondo deben perder sus derechos políticos o si lo realmente relevante es la posición total que tiene la gestora.

Otros dos problemas son: cómo contabilizar en la propiedad económica del inversor la posición que tenga el inversor en activos relacionados y en derivados no lineales sobre la acción, como pueden ser las opciones. En el caso de los derivados no lineales se debería hacer a través del cálculo de las deltas que llevan aparejadas; sin embargo, dado su constante cambio no parece trivial determinar una regla de cómo proceder al cálculo de la delta. Algunos autores, como Hu y Black (2006), apuntan que una posible solución sería considerar una delta igual a uno, esta alternativa podría ser un punto de partida, aunque parece razonable buscar una solución que no sobrepondere tanto la posesión de derivados no lineales por parte de los inversores.

Antes de aplicar esta medida tan directa se debe tomar en consideración que en ocasiones el voto de los accionistas con menor propiedad económica que derechos políticos beneficia al conjunto de los accionistas. Limitar los derechos políticos de estos inversores en estos casos no sería óptimo. Una posibilidad sería establecer un sistema donde esta medida se aplicara caso por caso, aun a riesgo de establecer un criterio de discrecionalidad en la norma que debe aplicar el supervisor.

Una variación sobre la primera medida propuesta sería que la empresa se autorregularan y establecieran la unión que estimara adecuada entre la propiedad económica y los derechos políticos de sus acciones. Esta alternativa tiene la ventaja de la flexibilidad que introduce: cada empresa adoptará su solución más adecuada; por el contrario, tiene como inconveniente que la junta directiva la use como modo en que instrumente medidas para su blindaje. Por problemas de externalidades, los votos

de los accionistas valen más cuando están concentrados en pocas manos que cuando están repartidos entre muchos accionistas. Ello puede dar lugar a que la junta directiva pueda persuadir a los accionistas a tomar medidas que les ayuden a blindarse³².

4.2.2. Mejora de la arquitectura de los sistemas políticos de decisión de las empresas

El uso de la ingeniería financiera para obtener beneficios económicos mediante la influencia en los órganos de decisión de las empresas está basado en una arquitectura de los sistemas políticos de decisión muy antigua. Esta arquitectura fue desarrollada en gran medida antes de que emergieran a gran escala los derivados OTC y el préstamo de valores. El uso de esta arquitectura da como resultado que muchos inversores, incluso muchos de los inversores institucionales, no entienden de la manera adecuada cómo afecta el préstamo de valores a sus derechos de voto.

Un número notable de IIC prestan sus acciones y no las recuperan para votar en las juntas de accionistas. En el Reino Unido se llevó a cabo un estudio por parte de la industria financiera a través del denominado “Shareholder Voting Working Group”. En este estudio se concluyó que había gestores de IIC que no eran conscientes de que perdían los derechos de los votos de las acciones que tenían en préstamo. También se pudo comprobar que había gestores que no sabían que tenían acciones en préstamo. La conclusión principal de este grupo de trabajo fue que los gestores no entendían suficientemente bien que las acciones llevan aparejados derechos políticos. Es de suponer que si los gestores, se supone que inversores profesionales, no entienden este hecho como debieran, muchos del resto de inversores están al menos en las mismas circunstancias.

Como se puede comprobar, las formas actuales en que se produce el préstamo de valores necesitan ser puestas al día. Se deben buscar medidas que permitan a los prestamistas y prestatarios tener la información necesaria sobre quién tiene los derechos políticos en cada momento, para que puedan ejercer esos derechos en la manera que estimen adecuada.

4.2.3. Intervención sobre la oferta y la demanda de los mercados que permiten separar en las acciones su rendimiento económico de sus derechos políticos

En el lado de la oferta, se podrían establecer medidas para regular a los prestadores de valores y a los proveedores de derivados sobre acciones. En el lado de la demanda se pueden tomar medidas para influir en las decisiones por las que los hedge funds y otros inversores adquieren acciones por los votos anulando en parte, totalmente o invirtiendo la propiedad económica de las acciones adquiridas.

32. En los años ochenta del siglo pasado fue relativamente común que las junta directivas establecieran que las nuevas ampliaciones de capital se hicieran a través de la emisión de acciones que limitaban los derechos políticos de los nuevos accionistas. Con ello la junta directiva se aseguraba de que a pesar de la ampliación de capital y la dilución del capital, su apoyo político disminuyera sólo marginalmente.

Una primera medida que puede tomar el regulador es forzar a los inversores institucionales mediante una recomendación para que voten al menos sobre las decisiones importantes que deben tomar las empresas de las que son accionistas. Esta recomendación podría tomar la forma de cumplir o explicar, de tal manera que los inversores institucionales que no la cumplan puedan caer en un coste reputacional. Con esta medida se podría evitar la toma en préstamo de estos valores con el propósito de obtener los votos que llevan aparejados.

Una medida que influiría en el volumen de valores en préstamos de derivados ofrecidos sería traspasar la responsabilidad a los proveedores de productos financieros de lo que hagan sus clientes con los valores y derivados que les prestan o compran. En concreto, se trataría de establecer prácticas de mercados por las que estos proveedores no suministrarían sus productos a clientes que buscan sólo conseguir derechos de voto o evitar las reglas establecidas en el Régimen de participaciones significativas. También se podrían establecer reglas por las que se trataría de impedir que los proveedores de derivados y de acciones en préstamos proveyeran a sus clientes con productos diseñados para que consiguieran los propósitos señalados anteriormente.

5. Conclusiones

Con la irrupción de los derivados financieros complejos y el préstamo de valores se introdujo la posibilidad de que los inversores pudieran separar en las acciones la propiedad económica de los derechos políticos. Sin embargo, ha sido en los últimos años cuando han aparecido inversores cuya estrategia de inversión es obtener rentabilidad a través de la influencia en el gobierno de las empresas en que son accionistas. Estos inversores, en muchos casos hedge funds, han usado tanto los derivados financieros como el préstamo de valores con una doble función: conseguir posiciones donde la propiedad económica y los derechos políticos se separaban del principio una acción-un voto y que estas posiciones estuvieran ocultas y no fueran de dominio público.

La aparición de este nuevo tipo de inversores ha traído consecuencias positivas y negativas para el resto de inversores. En ocasiones, la influencia que tienen estos accionistas tanto sobre la junta directiva como sobre otros accionista ha resultado en una toma de decisión por parte de la empresa que ha beneficiado a estos accionista y ha perjudicado al resto. En cambio, también se apunta que la existencia de este tipo de accionista está reforzando el control que los accionistas ejercen sobre los directivos de las empresas reduciendo los problemas de agencia entre directivos y accionistas. Si bien es verdad que dadas las características de este tipo de inversores, el control que ejercen directa o indirectamente sobre los directivos de las empresas está reforzando la preferencia en las empresas por los resultados a corto plazo en detrimento de los de largo plazo. Esto haría a las empresas miopes con el consiguiente perjuicio para los accionistas.

En estos momentos no se conoce la verdadera influencia que este tipo de inversores ejercen sobre el gobierno corporativo y las consecuencias para el conjunto de accionistas; sin embargo, sí se conoce que estos inversores tratan de esconder las posiciones de su cartera de inversión. Por ello, es recomendable aumentar la transparencia sobre las posiciones de estos inversores para poder valorar cuál es su verdadera influencia en el gobierno de las empresas. Esto se lograría ampliando el Registro de participaciones significativas y ampliando la información trimestral que las IIC dan a sus partícipes y accionistas.

En el caso del Registro de participaciones significativas se propone ampliar el régimen que se aplica a los miembros de la junta directiva incluyendo los valores que pudieran tener en préstamo. A su vez, se le aplicaría el régimen de los accionistas miembros de la junta directiva al resto de accionistas en cuanto al tipo de activo que deben revelar. En cuanto a los umbrales a partir de los cuales los accionistas no directivos deben revelar información, no se cambiarían. Sólo en caso de que a par-

tir de la nueva información se estimase necesario, se reducirían los umbrales y/o se incluiría la revelación de posiciones en otros activos que estén altamente correlacionados. En cuanto a la información que las IIC deben revelar en sus informes trimestrales a sus partícipes se ampliaría incluyendo los valores que tienen prestados, así como los que han tomado en préstamo. La periodicidad se mantendría, en principio, trimestral, sólo si la nueva información lo demuestra necesario, la periodicidad podría ser menor.

A la luz de la nueva información que podría suministrar la reforma del Registro de participaciones significativas y de los informes trimestrales de la IIC se podrían tomar medidas regulatorias de mayor calado. Si de esta nueva información se dedujera que la actuación de estos inversores está perjudicando al conjunto de los accionista de las empresas en que toman parte, el regulador podría tomar medidas en tres frentes que no son entre sí excluyentes.

El primero de estos frentes sería la creación de reglas que determinen los derechos de voto de los accionistas. Se trataría básicamente de limitar los derechos de voto de los inversores que mantienen una propiedad económica significativamente menor que el poder político que el sistema actual (una acción-un voto) les otorga. Otro frente sería la creación de reglas para actualizar la arquitectura actual de los sistemas políticos de decisión de las empresas. El actual sistema crea confusión entre los accionistas de las empresas, sobre todo en lo referente al préstamo de valores. Por ello, serían necesarias medidas que permitan a prestamistas y prestatarios tener la información necesaria sobre quién tiene en cada momento los derechos políticos de las acciones para que sean ejercidos de la manera adecuada. Por último, se podrían tomar medidas para influir en la oferta y la demanda de los mercados que permiten separar en las acciones la propiedad económica de los derechos políticos para que este tipo de transacciones se reduzcan.

6. Referencias bibliográficas

- EASTERBROOK F.H. y FISCHEL D.R. (1983). "Voting in Corporate Law", *Journal of Law and Economics*, n.º 26, pp. 395-410.
- FAULKNER M. (2000). "Securities Lending and Corporate Governance", *Spitalfields Advisors*.
- GROSSMAN, SANFORD y OLIVER (1988). "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 175-202.
- HELPMAN E. (1989). "The Simple Analytics of Debt-Equity Swaps", *American Economic Review*, vol. 79, pp. 440-451.
- HU H. (1996). "Behind the Corporate Hedge: Information and the Limits of Shareholder Wealth Maximization", *Journal of Applied Corporate Finance*, pp. 39-51.
- HU H. y BLACK B. (2006a). "Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms", *The Business Lawyer*, vol. 61, pp. 1013-1070.
- HU H. y BLACK B. (2006b). "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", University of Texas Scholl of Law, Working Paper.
- HU H. y BLACK B. (2006c). "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *Southern California Law Review*, vol. 79, pp. 811-908.
- MILNOR J.W. y SHAPLEY S. (1978). "Value of Large Games II: Oceanic Games", *Mathematics of Operations Research*, vol. 3, pp. 290-307.
- SHAPIRO N. y SHAPLEY S. (1978). "Value of Large Games I: A Limit Theorem", *Mathematics of Operations Reserach*, vol. 3, pp. 1-9.
- PAGANO M. y VOLPIN P. (2005). "The Political Economy of Corporate Governance", Università di Napoli Federico II, Working Paper.
- SINGH R. (1995). "Takeover Bidding with Toeholds: The case of the Owner's Curse", Washington University at St Louis, Working Paper.
- ZINGALES L. (1995). "What Determines the Value of Corporate Votes?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, pp. 1047-1073.

