

Relaciones de agencia e inversores institucionales

Aingeru Sorarrain Altuna
Olga del Orden Olasagasti

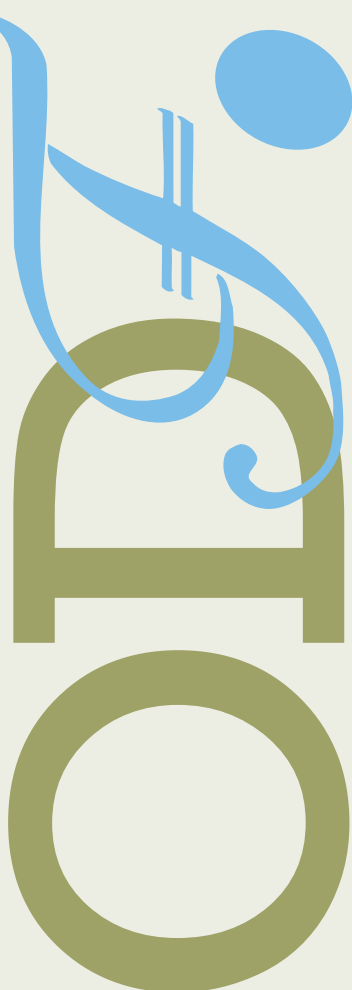
La presente nota pretende introducir la variable de las relaciones de agencia dentro del análisis empresarial. A pesar de que dicho concepto sea algo inherente a la existencia de la propia empresa, apenas es analizado dentro de los procesos de inversión. Dentro de dicho marco, se introducirá la figura de la inversión institucional como mecanismo de control al equipo directivo, destacando sus fortalezas y debilidades.

Introducción

Las relaciones de agencia, y los costes de agencia derivados de ello, rara vez han tenido un papel determinante en las decisiones de inversión de los mercados financieros, al menos fuera del mundo anglosajón. En cambio, la problemática derivada de las relaciones de agencia se puede considerar como algo inherente a la existencia propia de la empresa (Alchian y Demsetz, 1972; Coase, 1937). En este entorno, Jensen y Meckling (1976) definen una relación de agencia como aquella relación donde una o más personas (principal) contratan a otras (agente) para que trabajen a su servicio. Tal como comentan los autores, asumiendo que cada uno de los participantes de dicha relación pretende maximizar su utilidad, cabría esperar una discrepancia de intereses entre el principal y el agente¹. Centrando esta definición en el ámbito empresarial, es fácil situar al accionista en el papel del principal y al directivo en el del agente. La asimetría de información existente entre las partes² (Eisenhardt, 1989; Maher y Andersson, 2000) y la dificultad que presenta el principal para verificar la actuación del agente (Eisenhardt, 1989; Jensen y Meckling, 1976) agravan la citada falta de alineación de intereses entre propiedad y equipo directivo. Consecuencia de ello, el proceso de toma de decisiones dentro de la empresa se aleja de los criterios de maximización de valor; destruyendo, en consecuencia, valor para el accionista. Dicha pérdida de valor se puede considerar el coste de agencia de una inadecuada alineación de intereses.

El citado conflicto de intereses se intenta solventar mediante el denominado gobierno corporativo de las empresas. Schleifer y Vishny (1997) lo definen como el conjunto de normas que permiten a los inversores asegurar cierta rentabilidad o retorno por las inversiones realizadas. Dicho de otra manera, el gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de mecanismos que inducen al directivo de una empresa (movido por intereses propios) a la toma de decisiones según criterios de maximización de valor para el accionista (Denis y McConnell, 2003). El gobierno corporativo en el ámbito empresarial no se ha desarrollado de manera homogénea a nivel mundial, siendo el entorno legal uno de los principales factores que explican las diferencias existentes (La Porta *et al.*, 1998). Así, los países anglosajones (derecho común como origen de su entorno legal) han situado a los mercados financieros en el centro de su modelo de gobierno corporativo, mientras que en la Europa continental (derecho civil mayoritariamente como origen de su entorno legal) la banca ha jugado un papel determinante en la vida de las empresas (Cuervo *et al.*, 2002; Maher y Andersson, 2000; Sacristán y Cabeza, 2008).

La comunidad académica, manteniendo el enfoque anterior, ha centrado su análisis de gobierno corporativo en los últimos años en los diversos mecanismos de control existentes a la labor del equipo directivo. Así, Denis y McConnell (2003), en su trabajo recopilatorio sobre las diversas líneas teóricas existentes, diferencian los siguientes mecanismos de control:



- Consejo de administración de las empresas.
- Estructura de propiedad: doble enfoque.
 - Concentración de propiedad.
 - Identidad del máximo accionista (familia, banca, inversor institucional, gobierno, empresa no financiera).
- Mercado de control corporativo.
- Entorno legal.³

Dentro de los citados mecanismos de control, la inversión institucional ha cobrado especial relevancia en los últimos años, especialmente en el mundo anglosajón. Tal como se verá posteriormente, cabe considerar a estos inversores como inversores especializados, con mayor información que el resto de los inversores (Tong y Ning, 2004), y con capacidad y motivación suficientes para controlar al equipo directivo de las empresas en las que participan (Gillan y Starks, 2003). La inversión institucional cabe englobarla también dentro del concepto de accionista de referencia señalado por Schleifer y Vishny (1986) en su modelo para solventar potenciales problemas de *free rider*⁴, inherentes a toda estructura de propiedad difusa. En cambio, a nivel español, y, en parte, a nivel europeo también, apenas se ha trabajado en torno a la inversión institucional, más en concreto, en torno al inversor institucional como mecanismo para solventar posibles problemas de agencia. En esta línea, el presente trabajo pretende cumplir con un doble objetivo; por un lado, introducir las relaciones de agencia como variable importante dentro del análisis empresarial, centrandolo el análisis en la inversión institucional como mecanismo de control, y por otro lado, analizar la realidad existente en España en torno a ello.

En el siguiente apartado se realiza una revisión de la literatura existente, tanto a nivel teórico como empírico, en torno a la inversión institucional y las relaciones de agencia. El tercer apartado recoge un somero análisis de la situación actual en España, centrandolo dicho análisis en la estructura de propiedad existente, mientras que, el último apartado recoge las principales conclusiones de este trabajo.

Inversor institucional y relaciones de agencia

La comentada cada vez mayor presencia accionarial de la inversión institucional ha llevado al desarrollo de diversas líneas de investigación en el mundo académico, tendentes a analizar la capacidad de dichos inversores para solventar los problemas de agencia surgidos de una falta de alineación de intereses entre propietario y equipo directivo. Diversas discrepancias han surgido en torno a dichas investigaciones. La definición de inversor institucional y el conjunto de inversores a incluir en la misma es una de las principales discrepancias existentes. Respecto a la definición, la siguiente recoge de manera simple y adecuada el significado del concepto de inversor institucional:

“Institutional investors aggregate funds from a number of other investors (such as individuals, corporations, governments, and other institutional investors) and manage them professionally on their behalf.”

Palazzo y Rethel (2008: 195)

En cuanto a los tipos de inversores existentes, hay un debate importante sobre la consideración o no de la banca como inversor institucional. El trabajo de Brickley *et al.* (1988) es el trabajo de referencia para aquellos tendentes a incluir a la banca en sus análisis basados en la inversión institucional⁵. Estos autores, dependiendo de la capacidad de presión del equipo directivo a los inversores institucionales, diferencian los siguientes grupos:

- Inversores sensibles a la presión: aquellos inversores con relaciones de negocio con la empresa participada. Incluyen a la banca y a las compañías de seguros.
- Inversores resistentes a la presión: no presentan relaciones de negocio. Fondos de inversión y planes de pensiones.
- Inversores indeterminados.

En cambio, atendiendo a la definición planteada por Palazzo y Rethel (2009), la consideración de la banca como inversor institucional es altamente discutible.

Las bondades de la inversión institucional en su papel de mecanismo de control al equipo directivo es otra de las discusiones no cerradas en el mundo académico.

Pound (1988), en la línea favorable a la inversión institucional, estableció la denominada hipótesis de control eficiente. Según el autor, los inversores institucionales presentan mayor conocimiento y experiencia que el resto de los inversores para controlar al equipo directivo. En esta línea, Thomsen y Pedersen (2000) se refieren a dichos inversores como inversores especializados, cuyos objetivos se encuentran ligados a la creación de valor en las empresas⁶. En cambio, a nivel empírico no encuentran evidencia suficiente para sustentar dicha teoría. Chaganti y Damanpour (1991), Clay (2002) y Cornett *et al.* (2007), en cambio, en diversos trabajos basados en empresas estadounidenses, sí encuentran evidencia

empírica acerca de una relación positiva entre la inversión institucional y diversas variables referentes al rendimiento empresarial. Lo mismo ocurre con Yuan *et al.* (2008) en su estudio basado en empresas chinas.

Gillan y Starks (2003), continuando con el análisis de la inversión institucional dentro del marco de las relaciones de agencia, establecen que dichos inversores presentan las siguientes tres vías de actuación en su papel como mecanismo de control al equipo directivo:

- Venta de las acciones: Rubach y Seborá (2009) lo denominan como “free-walking”, es decir, salida del accionariado de la empresa sin incurrir en ningún coste de control al equipo directivo. Gillan y Starks (2003), en cambio, sugieren que incluso a través de esta vía, dichos accionistas pueden influir en el gobierno corporativo de las empresas. En esta línea, Parrino *et al.* (2003) identifican los siguientes efectos de una venta masiva de acciones por parte de dichos inversores:
 - Caída significativa del precio de la acción con un doble efecto al equipo directivo:
 - Reducción de la riqueza individual.
 - Pérdida de status dentro del mercado laboral de los directivos.
 - Señal negativa al resto de inversores, provocando mayores caídas en la cotización.
 - Posible cambio en la estructura accionarial de la empresa, dando entrada a inversores cortoplacistas. Graves y Waddock (1990) sugieren que ello se transmitiría al equipo directivo de las empresas, imponiéndose la necesidad inmediata de obtención de resultados.
- Activismo: se puede definir como el conjunto de iniciativas adoptadas por los accionistas que, motivados por el descontento en la gestión de las empresas por parte del equipo directivo, tratan de provocar cambios en la actuación de estos últimos sin tomar el control de la compañía

(Gillan y Starks, 2007). La práctica de activismo no se encuentra igualmente extendida en todos los países, siendo su presencia especialmente importante en los países anglosajones. Ello explica la práctica ausencia de trabajos empíricos fuera de los EE UU. Los trabajos de Smith (1996), Wahal (1996) y Del Guercio y Hawkins (1999) son referencia en este ámbito. Smith (1996) analiza las prácticas de activismo realizadas por CalPERS⁷ y concluye que la mayoría de las propuestas realizadas son aceptadas por el equipo directivo, reflejándose posteriormente en un superior rendimiento bursátil. Wahal (1996), en un análisis similar pero incluyendo mayor número de inversores institucionales, no encuentra evidencia empírica sobre un comportamiento bursátil superior. Por último, en el caso de Del Guercio y Hawkins (1999), las conclusiones obtenidas son similares a las de Wahal (1996)⁸.

· Fidelidad al equipo directivo: esta última opción se aleja del carácter de inversor especializado defendido hasta el momento. Schneider (2000), pasando a la línea crítica con las bondades de la inversión institucional, establece un modelo específico de relación de agencia, que bien pudiera servir como base teórica dentro de esta línea. La siguiente figura ilustra de manera gráfica el citado modelo: El modelo establece una doble relación de agencia en torno a los inversores institucionales. En primer lugar, se encontraría la relación de agencia que se ha tratado en esta nota, es decir, aquél derivado de la condición de accionista del inversor institucional (relación de agencia II en la figura anterior). En segundo lugar, se encontraría la relación de agencia inherente al carácter fiduciario del inversor institucional (relación de agencia I en la figura anterior). La autora sugiere en su modelo que el uso de intermediarios⁹ introduce una fuente adicional de costes de agencia. En esta línea, Black (1992) concluye que la introducción de inversores institucionales supone situar a un agente



Figura 1
Modelo de agencia de los inversores institucionales (Schneider, 2000).

Fuente: elaboración propia.

controlando a otro agente¹⁰. Dicho modelo de doble relación de agencia sugiere ciertas dificultades en la inversión institucional para cumplir con su papel de mecanismo de control al equipo directivo. En este sentido, el intento de solventar los problemas de agencia de la relación I (conflictos de interés internos del propio inversor institucional) podría llevar a condicionar de manera importante la labor de principal del inversor institucional en la relación II (aquella derivada de la condición de accionista). Los costes de agencia derivados de dicha relación I se podrían minorar de las siguientes maneras:

- Política retributiva de los gestores dentro de los inversores institucionales. Las prácticas habituales consisten en ligar parte de la retribución salarial a la rentabilidad obtenida por el vehículo gestionado, bien en términos absolutos, bien en términos relativos frente a un determinado índice de referencia. Ello podría exacerbar, en cambio, los costes de agencia de la relación II. Rose (2007) sugiere que la principal consecuencia de ello es la miopía del inversor institucional en su papel de principal/accionista.
- Regulación. El carácter fiduciario inherente al inversor institucional ha generado un desarrollo importante de la regulación existente con el objeto de proteger los intereses del inversor/beneficiario final.
- Fijación de las políticas de inversión al inversor institucional: el objetivo de seguimiento a un determinado índice es una alternativa habitual de alinear los intereses de los beneficiarios finales con los gestores del vehículo de inversión. Ello, en cambio, podría desincentivar el desarrollo de prácticas de control al equipo directivo (Rose, 2007).

Estructura de propiedad en las empresas españolas

Al contrario de la idea lanzada por Berle y Means (1932) sobre el imparable proceso de dispersión en la propiedad de las compañías, y al contrario también de lo que se pudiera desprender de la teoría financiera moderna en cuanto a diversificación de las inversiones (Markowitz, 1952), la realidad muestra que la concentración de propiedad es la estructura habitual en la gran mayoría de países (Claessens *et al.*, 2000; Crespi y García-Cestona, 1998; Faccio y Lang, 2002; La Porta *et al.*, 1999; Miguel *et al.*, 2003). En la siguiente tabla se muestran datos de concentración de propiedad que corroboran lo comentado anteriormente.

Tabla 1

Dispersión de propiedad¹¹

País	Faccio y Lang	La Porta et al
Austria	11,11	5
Bélgica	20	5
Finlandia	28,68	35
Francia	14	60
Alemania	10,37	50
Irlanda	62,32	65
Italia	12,98	20
Noruega	36,77	25
Portugal	21,84	10
España	26,42	35
Suecia	39,18	25
Suiza	27,57	60
Reino Unido	63,08	100
Estados Unidos	-	80
Australia	-	65

Fuente: elaboración propia a través de Faccio y Lang (2002)

y La Porta *et al.* (1999)

Queda claro en dicha tabla la elevada concentración de propiedad existente en España. Respecto a la identidad del máximo accionista, Garmendia y Del Orden (2008), en su trabajo sobre grupos empresariales, establecen que el 69% de las empresas analizadas¹² se encuentran participadas de forma mayoritaria por familias e individuos, alcanzando una participación accionarial media del 50,6% en las mismas. Todo lo anterior es trasladable también a las empresas cotizadas, donde la presencia de grupos familiares es muy destacada, especialmente en comparación con los inversores institucionales. Todo lo anterior indica que el gobierno corporativo español se encuadra claramente dentro del modelo europeo¹³. La Porta *et al.* (1998), tal como se ha indicado previamente, sitúan el entorno legal como origen de dicho modelo corporativo. Así, el conjunto de países englobados dentro del sistema legal de derecho civil presentan claras similitudes entre ellos en cuanto a gobierno corporativo, siendo la concentración de propiedad y la escasa importancia de los mercados financieros (e inversores institucionales en consecuencia) dos de los aspectos principales.

Continuando con el análisis del gobierno corporativo español, la concentración de propiedad a través de grupos familiares tiene el efecto positivo de superar el problema de "free rider" inherente a toda estructura de propiedad difusa, aunando, a su vez, la propiedad con el control, eliminando, en consecuencia, los costes de agencia derivados de una falta de alineación de intereses entre agente y principal (Schleifer y Vishny, 1986). Dicha estructura de propiedad,

en cambio, presenta también claros aspectos negativos. Por un lado, se encuentra la potencial expropiación de valor por parte del accionista mayoritario a costa de los minoritarios. El efecto positivo de la alineación de intereses entre agente y principal tiene su lado negativo en la potencial divergencia de intereses entre diversos principales (mayoritario y minoritario) (Schleifer y Vishny, 1997). En esta línea, Jara-Bertin *et al.* (2008) sugieren una especial disposición para expropiar valor por parte de los grupos familiares. Villalonga y Amit (2006) refuerzan lo anterior, pero únicamente en el caso de que la propiedad familiar se encuentre en manos de los descendientes del fundador de la compañía.

Fama y Jensen (1983) sugieren la existencia de otro aspecto negativo en una estructura de propiedad como la española. Según los autores, este tipo de estructuras presentan el riesgo de perder los beneficios provenientes de la especialización de la función directiva¹⁴, además de encontrarse condicionados por una excesiva aversión al riesgo derivada de una falta de diversificación en las inversiones por parte del propietario. Todo ello llevaría a la adopción de decisiones no óptimas para el objetivo de generación de valor para el accionista.

La siguiente figura resume de forma ilustrativa las ideas lanzadas en este apartado.

Figura 2

Características de la concentración de propiedad familiar.



Fuente: elaboración propia.

Atendiendo a estudios realizados en países similares a España¹⁵, como es el caso de Italia, las conclusiones obtenidas parecen inclinar la balanza hacia el lado negativo, asociando la presencia familiar con un menor valor para la empresa (Perrini *et al.*, 2008).

Por último, el escaso desarrollo actual de la inversión institucional en España ha impedido el avance de ciertas prácticas a priori beneficiosas desde el punto de vista del gobierno corporativo, al menos atendiendo a la realidad existente en otros países. Así, por ejemplo, las comentadas prácticas de activismo por parte de la inversión institucional, tan habituales en los países anglosajones, apenas han tenido presencia en España. Aunque la eficiencia de dichas prácticas no esté del todo clara, tal como se ha visto en el apartado anterior, sí es cierto que supone una vía interesante de control al equipo directivo. La legislación existente, poco favorable para el accionista en este aspecto, ha sido también determinante en el escaso desarrollo de estas prácticas.

Conclusiones

La inversión institucional puede terminar jugando un papel destacado en el futuro gobierno corporativo de las empresas, ello se desprende, al menos, de la evolución vista en los últimos años en los países anglosajones. Europa continental en general, y España, en particular, están siendo testigos de los primeros pasos en la materia. La presencia accionarial de este tipo de inversores y, especialmente, su actividad como mecanismo de control al equipo directivo dista mucho de la realidad encontrada en los países anglosajones. En el caso particular de España, con un modelo de gobierno corporativo basado en la concentración de propiedad familiar, dichos inversores rara vez ejercitan la opción de activismo planteada por Gillan y Starks (2003) y su comportamiento parece explicarse de manera adecuada con el modelo de Schneider (2000). Las medidas que se adoptan para solventar los costes de agencia propios del inversor institucional (fijación de índices de referencia, retribución variable sobre años naturales, diversificación de las inversiones) dificultan, en la mayoría de los casos, la tarea de control al equipo directivo de las empresas participadas. Mayor investigación en el mundo académico acerca de la materia se antoja necesaria.

Pies de página

- ¹ Este enfoque guarda una importante similitud con el planteamiento realizado por Alchian y Demsetz (1972). De la misma manera, ambos enfoques pueden considerarse consecuencia de la teoría de contratos incompletos de Coase (1937).
- ² El agente posee habitualmente mayor información que el principal.
- ³ La inclusión del entorno legal como mecanismo de control es discutible, ya que no es un mecanismo en sí, sino que afecta al desarrollo del conjunto de mecanismos, tal como se ha comentado previamente.
- ⁴ En economía, *free rider* se denomina de manera general a aquella situación donde uno recibe mayores beneficios de un bien público de lo que le corresponde de una manera justa o soporta menores costes en su producción. En el ámbito de los costes de agencia y de la estructura de propiedad, *free rider* sería aquel accionista que no ejerciera sus funciones de control al equipo directivo en función de su participación accionarial, en cambio, sí recibiera los beneficios derivados del control ejercido por el resto de accionistas en proporción a su participación.
- ⁵ A pesar de la dudosa incorporación de la banca dentro del grupo de la inversión institucional, han sido varios autores los que han utilizado la distinción de inversores institucionales realizada por Brickley *et al.* (1988) en sus trabajos sobre el efecto de dichos inversores en determinados aspectos de la empresa. Almazan (2005), Cornett *et al.* (2007) y David *et al.* (1998), sobre empresas estadounidenses; Battacharya y Graham (2007), sobre empresas finlandesas y Ruiz-Mallorquí y Santana-Martín (2009), en el caso de empresas españolas, son algunos de los trabajos más destacados.
- ⁶ "...they are relatively specialized as owners, ..., and their objectives can therefore be described as shareholder value and liquidity." Thomsen y Pedersen (2000: 693).
- ⁷ *California Public Employees' Retirement System*
- ⁸ Aunque la metodología utilizada difiera, el hecho de que ambos trabajos se basen en el mismo período de tiempo, 1987-1993, y de que los inversores analizados por Del Guercio y Hawkins (1999) se encuentren también en la selección analizada por Wahal (1996), podría explicar la casi plena coincidencia en las conclusiones.
- ⁹ Se puede calificar al inversor institucional como un intermediario entre el inversor particular y la empresa necesitada de financiación (capital en este caso).
- ¹⁰ "*Agents watching agents*" en palabras del autor.
- ¹¹ Cuanto mayor sea la cifra, mayor será la dispersión de propiedad en el país en cuestión.
- ¹² Empresas recogidas por la base de datos SABI en el año 2006.
- ¹³ Véase Cuervo *et al.* (2002) para más detalle.
- ¹⁴ El equipo directivo es elegido por su pertenencia al grupo familiar más que por sus cualidades profesionales.
- ¹⁵ La literatura actual es prácticamente inexistente en el caso español.

Bibliografía

- Alchian, A. y Demsetz, H. *Production, Information Costs and Economic Organization*. The American Economic Review, Vol. 62, nº 5, pp. 777-795, 1972.
- Almazan, A.; Hartzell, J. C. y Starks, L. T. *Active Institutional Shareholders and Cost of Monitoring: Evidence from Executive Compensation*. Financial Management, pp. 5-34, 2005.
- Battacharya, P. S. y Graham, M. *Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland*. Working paper, (disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1000092>), 2007.
- Berle, A. y Means, G. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan Publishing Co. Nueva York, 1932.
- Black, B. S. *Agents Watching Agents: the Promise for Institutional Investor Voice*. UCLA Law Review, Vol. 39, pp. 811-895, 1992.
- Brickley, J.; Lease, R. y Smith, C. *Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments*. Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 267-291, 1988.
- Chaganti, R. y Damanpour, F. *Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance*. Strategic management Journal. Vol. 12, pp. 479-491, 1991.
- Claessens, S.; Djankov, S. y Lang, L. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. Journal of Financial Economics, Vol. 58, pp. 81-112, 2000.
- Clay, D. G. *Institutional Ownership and Firm Value*. Working paper, (disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=485922>), 2002.
- Coase, R. H. *The Nature of the Firm: Economica, New Series*, Vol. 4, Nº 16, pp. 386-405, 1937.
- Cornett, M. M.; Marcus, A.J.; Saunders, A. y Tehranian, H. *The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance*. Journal of Banking & Finance, Vol. 31, pp. 1771-1794, 2007.
- Crespí, R. y García-Cestona, M. A. *Ownership and Control: a Spanish Survey*. Barcelona. Working paper nº 23.99. Universidad Autónoma de Barcelona, 1998.
- Cuervo García, A.; Fernández, A. I. y Gómez Ansón, S. *Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entorno de baja protección del inversor*. Ekonomiaz. Vol. 50, pp. 54-73, 2002.
- David, P.; Kochhar, R. y Levitas, E. *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*. Academy of Management Journal, Vol. 41, Nº 2, pp. 200-208, 1998.
- Del Guercio, D. y Hawkins, J. *The Motivation and Impact of Pension Fund Activism*. Journal of Financial Economics, Vol. 52, pp. 293-340, 1999.
- Denis, D. K. y McConnell, J. J. *International Corporate Governance*. Journal of Financial and Quantitative Analyses, Vol. 38, Nº 1, pp. 1-36, 2003.
- Eisenhardt, K. M. *Agency Theory: an Assessment and Review*. Academy of Management Review, Vol. 14, Nº 1, pp. 57-74, 1989.
- Faccio, M. y Lang, L. *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*. Journal of Financial Economics, Vol. 65, pp. 365-395, 2002.
- Fama, E. y Jensen, M. *Agency Problems and Residual Claims*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, pp. 327-349, 1983.
- Garmendia, A. y Del Orden, O. *Estructuras de propiedad y grupos empresariales en España*. Ekonomiaz, Vol. 68, pp. 102-133, 2008.
- Gillan, S. L. y Starks, L. T. *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective*. Journal of Applied Finance. Vol. 13. Nº 2, pp. 4-22, 2003.
- Gillan, S. L. y Starks, L. T. *The Evolution of Shareholder Activism in the United States: Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 19, Nº 1, pp. 55-73, 2007.
- Jara-Bertin, M.; López-Iturriaga, F. J. y López de Foronda, O. *The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value*. Corporate Governance, Vol. 16, Nº 3, pp. 146-159, 2008.
- Jensen, M. y Meckling, W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3, Nº 4, pp. 306-360, 1976.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. *Corporate Ownership around the World*. The Journal of Finance Vol. 54, Nº 2, pp. 471-517, 1999.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. *Law and Finance*. Journal of Political Economy. Vol. 106, Nº 6, pp. 1113-1155, 1998.
- Maher, M. y Andersson, T. *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*. OCDE Working paper. Paris, 2000.
- Markowitz, H. *Portfolio Selection: The Journal of Finance*. Vol. 7. Nº 1, pp. 77-91, 1952.
- De Miguel, A. Pintado, J. y De la Torre, C. *How Does Ownership Structure Affect Firm Value? A Comparison using different Corporate Governance Systems*. Universidad de Salamanca, 2003.
- Palazzo, G. y Rethel, L. *Conflicts of Interest in Financial Intermediation*. Journal of Business Ethics, Vol. 81, pp. 193-207, 2007.
- Parrino, R.; Sias, R. W. y Starks, L. T. *Voting with Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover*. Journal of Financial Economics, Vol. 68, Nº 1, pp. 3-46, 2003.

Perrini, F.; Rossi, G. y Rovetta, B. *Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market*. Corporate Governance. Vol. 16, Nº 4, pp. 312-325, 2008.

Pound, J. *Proxy Contests and Efficiency of Shareholder Oversight*. Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 237-265, 1988.

Rose, C. *Can Institutional Investors Fix the Corporate Governance Problem? Some Danish Evidence*. Journal of Management Governance, Vol. 11, pp. 405-428, 2007.

Rubach, M. J. y Seborá, T. C. *Determinants of Institutional Investor Activism: A Test of the Ryan-Schneider model (2002)*. Journal of Managerial Issues, Vol. XXI, Nº 2, pp. 245-261, 2009.

Ruiz-Mallorquín, M. V. y Santana-Martín, D. J. *Ultimate Institutional Owner and Takeover Defenses in the Controlling versus Minority Shareholders Context*. Corporate Governance: An International Review. Vol. 17, Nº 2, pp. 238-254, 2009.

Sacristán, M. y Cabeza, L. *Participaciones industriales de la banca española: contexto, evolución y situación actual*. Ekonomiaz, Vol. 68, pp. 156-181, 2008.

Schneider, M. *When Financial Intermediaries Are Corporate Owners: An Agency Model of Institutional Ownership*. Journal of Management and Governance, Vol. 4, pp. 207-237, 2000.

Shleifer, A. y Vishny, R.W. *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy. Vol. 94. Nº 3, pp. 461-488, 1986.

Shleifer, A. y Vishny, R. *A Survey of Corporate Governance*. The Journal of Finance. Vol. 52, Nº 2, pp. 737-783, 1997.

Smith, M. P. *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*. The Journal of Finance, Vol. 51, Nº 1, pp. 227-252.

Thomsen, S. y Pedersen, T. *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*. Strategic Management Journal. Vol. 21, pp. 689-705, 2000.

Tong, S. y Ning, X. *Does Capital Structure Affect Institutional Investor Choices?: The Journal of Investing*, Vol. 13, Nº 4, pp. 53-66, 2004.

Villalonga, B. y Amit, R. *How do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?: Journal of Financial Economics*. Vol. 80, pp. 385-417, 2006.

Wahal, S. *Pension Fund Activism and Firm Performance*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 31, Nº 1, pp. 1-23.

Yuan, R.; Xiao, J. Z. y Zou, H. *MutualFunds' Ownership and Firm Performance: Evidence from China*. Journal of Banking & Finance, Vol. 32, pp. 1552-1565, 2008.

Sobre los autores

Aingeru Sorarrain Altuna, licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Deusto (1999), doctorando del programa de Doctorado en Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Deusto (desde 2008) y gestor de inversiones en kutxaGest, SGIIC (desde 1999).

Olga del Orden Olasagasti, profesora catedrática de la Universidad de Deusto. Imparte clases sobre temas relacionados con los mercados financieros y la gestión del riesgo con instrumentos derivados. Su línea de investigación se centra en el estudio de la estructura de las empresas y, más en particular, sobre grupos empresariales; cuenta con diversas publicaciones e informes a este respecto.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en este documento corresponden exclusivamente a su autor. ODF no se identifica necesariamente con estas opiniones.

© Fundació Privada Institut d'Estudis Financers. Reservados todos los derechos.