



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **LA DEMOCRACIA DEL ACCIONISTA Y LAS ACCIONES DE CLASE DUAL: ¿SON MÁS EFICIENTES EN SU TOMA DE DECISIONES LAS EMPRESAS CON ESTRUCTURAS SOCIETARIAS DE ACCIONES DE CLASE DUAL?**

Clave: 201506163

## ÍNDICE

<b>RESUMEN – ABSTRACT</b> .....	3
<b>PALABRAS CLAVE – KEYWORDS</b> .....	3
<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	5
1.1. Propósito y contextualización del tema .....	5
1.2. Justificación del tema elegido.....	5
1.3. Objetivos.....	6
1.4. Metodología.....	7
1.5. Estructura.....	8
<b>2. MARCO TEÓRICO</b> .....	9
2.1. Tipología de las acciones y derechos de voto.....	9
2.2. Teoría de la agencia y teoría de ‘stewardship’.....	11
2.2.1. Teoría de la agencia.....	11
2.2.2. Teoría de ‘stewardship’.....	12
2.2.3. Diferencias entre las teorías fundamentales.....	12
2.3. Las acciones de clase dual y las acciones ordinarias .....	13
2.3.1. Debate entre partidarios y detractores de las acciones de clase dual .....	14
2.3.1.1. Argumentos a favor de las acciones duales.....	15
2.3.1.2. Argumentos en contra de las acciones duales .....	17
2.4. Marco conceptual para el análisis de contenido.....	19
<b>3. ANÁLISIS DE CONTENIDO DE CASOS REALES</b> .....	20
3.1. Contexto metodológico.....	20
3.1.1. Método de investigación.....	20
3.1.2. Fuente de datos.....	21
3.1.3. Muestra.....	21
3.2. Sociedades con estructuras de clase dual y desempeño de estas .....	23
3.2.1. GOOGLE (ALPHABET INC.) .....	23
3.2.2. FACEBOOK (FACEBOOK INC.).....	30
3.2.3. SNAPCHAT (SNAP INC.) .....	37
<b>4. CONCLUSIONES</b> .....	43
<b>5. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	45

## **RESUMEN**

En los últimos años se ha producido un crecimiento significativo en el número de empresas que han realizado su Oferta Pública de Venta bajo la estructura societaria de acciones de clase dual, especialmente en el sector TMT (“technology, media and telecom”). En este sentido, nos encontramos ante empresas que cotizan en bolsa en donde se distinguen entre distintas modalidades de acciones, asociando diferentes derechos económicos y políticos a cada una de dichas clases.

De esta manera, las empresas consiguen obtener la financiación necesaria para desarrollar su estrategia de inversión pero sin renunciar al control sobre la toma de las decisiones estratégicas. Sin embargo, debido a la disparidad que supone en los derechos de voto con aquellos que realmente aportan el capital, los inversores institucionales, la adopción de este tipo de estructuras constituye uno de los debates actuales en lo que a gobernanza corporativa se refiere. Es por ello por lo que en el presente Trabajo de Fin de Grado se tratará de definir a partir de la literatura académica y del análisis cualitativo de contenido el concepto de las acciones de doble clase y su impacto en la toma estratégica de decisiones, más allá de intereses cortoplacistas o especulativos.

## **PALABRAS CLAVE**

Acciones de doble clase | Teoría de la Agencia | Teoría de ‘Stewardship’ | OPV | ‘Posición del rey’ | Gobierno corporativo | ‘Unicornios tecnológicos’

## **ABSTRACT**

In recent years, there has been a significant growth in the number of companies that have made their IPO under the dual-class corporate structure, especially in the TMT ("technology, media and telecom") sector. In this sense, there are companies that are listed on the stock exchange whose shares provide different economic and political rights depending on the different classes.

In this way, companies manage to obtain the necessary financing to develop their investment strategy without renouncing to the control over strategic decision-making. However, because of the disparity in voting rights between those who actually provide the capital, the institutional investors, the adoption of this type of structure is one of the current debates in terms of corporate governance. For this reason, this Final Degree Project will attempt to define, based on academic literature and qualitative content analysis, the concept of dual class shares and their impact on strategic decision-making, beyond short-term or speculative interests.

## **KEYWORDS**

Dual Class Shares | Agency Theory | Theory of Stewardship | IPO | King's dilemma | Corporate governance | Tech unicorns

## **1. INTRODUCCIÓN**

### **1.1. Propósito y contextualización del tema**

El propósito perseguido durante la realización del presente trabajo ha sido el estudio de las acciones de doble clase y el análisis en la eficiencia de la toma de decisiones en una serie de empresas tecnológicas que han adoptado esta estructura societaria tras su salida a bolsa.

En este aspecto, destaca cómo en los últimos años se ha producido un crecimiento significativo en el número de empresas que cotizan en las bolsas de valores norteamericanas bajo esta modalidad donde se diferencian entre acciones Clase A y Clase B, y en algunos casos con acciones Clase C o incluso con mayores distinciones, asociando a cada una de ellas diferentes derechos económicos y políticos con el objeto de compensar la mayor o menor capacidad de voto en la toma estratégica de las decisiones (The Wharton School, 2004).

De esta manera, las empresas que adoptan la estructura dual en sus acciones tratan de obtener la suficiente financiación para continuar con su estrategia de inversión pero sin renunciar al control sobre la toma de las decisiones estratégicas. Es por ello por lo que resulta más común en aquellas empresas en la que su fundador o fundadores siguen al frente de la gestión, tratando de proteger o establecer ciertas barreras frente a los intereses cortoplacistas del mercado.

### **1.2. Justificación del tema elegido**

Las bolsas de valores, especialmente en Estados Unidos (EE. UU.), muestran un crecimiento significativo en el número de empresas que en los últimos años han adoptado una estructura dual en sus acciones a la hora de realizar su Oferta Pública de Venta (Klausner, 2018). Esta disparidad que supone en los derechos de voto para los inversores o agentes externos a la compañía está constituyendo un conflicto cada vez más extendido donde se pone en duda la capacidad de decisión de los fundadores y consejeros de las diversas empresas y la verdadera legitimidad con la que vetan aquellas decisiones que no se corresponden con su itinerario estratégico.

De esta forma, y debido a las prohibiciones o limitaciones que se están estableciendo en diversos índices de valores como el S&P Dow Jones o FTSE Russell respectivamente<sup>1</sup>, se persigue analizar cuál es el grado de eficiencia en las sociedades que adoptan esta estructura y si, a pesar de las restricciones mencionadas, supone un incentivo o no adoptar estos medios de control sobre la capacidad de decisión ante una serie de empresas con innovadores planes de negocio.

### **1.3. Objetivos**

El objetivo general de este Trabajo de Fin de Grado se condensa en los siguientes propósitos específicos:

- Definir, delimitar e interpretar a partir de la literatura académica el concepto de las acciones de doble clase, también conocidas como acciones de clase dual, y las acciones simples<sup>2</sup>.
- Analizar el impacto de estas acciones de clase dual sobre el rendimiento de la compañía a consecuencia de la toma de decisiones en la misma una vez que se adoptan estas estructuras societarias.

Estado de la cuestión: la historia empresarial nos cuenta que cuando la propiedad de la empresa deja de ser quien se encarga de gestionarla, aparecen conflictos de intereses entre propietarios y gestores, conflictos que la disciplina del gobierno corporativo lleva décadas intentando conciliar a través de la proposición de distintas teorías, tales como la teoría de agencia, la teoría de ‘stewardship’ o la teoría institucional, entre otras (Beata y Boguslaw, 2015; Daily y Cannella, 2003; Chrisman, 2019). Todas estas teorías han abordado de una u otra manera el tema de la democracia del accionista (Megginson, Lucey y Smart, 2008): tan importante es conocer el perfil del propietario de la empresa como el poder que tiene este de votar a favor o en contra de las propuestas de gestión creadas por los gestores, o

---

<sup>1</sup> S&P Dow Jones prohíbe la incorporación de nuevas empresas con estructura dual mientras que el FTSE Russell excluye a todas las compañías cuyo capital flotante, es decir el porcentaje del total de acciones que es susceptible de ser negociado habitualmente en bolsa, constituya menos del 5% del poder de voto total (Klausner, 2018).

<sup>2</sup> Este debate entre las acciones duales y las acciones simples es denominado coloquialmente como “dual class versus one share one vote”.

como poco de influir en la elaboración de estas propuestas o en el sentido del voto de otros propietarios. Uno de los debates más recientes dentro del campo de la democracia del accionista es el relativo a las acciones de doble clase y a su capacidad de representar ética y legítimamente los derechos de los accionistas que las poseen frente a aquellos que no. Este análisis en profundidad pretende dilucidar el desempeño en las decisiones tomadas en una organización empresarial a través de las estructuras societarias de la misma y, por tanto, sacar conclusiones que nos permitan recomendar mantener el control sobre las decisiones estratégicas a través de la implementación de las acciones duales o si, por el contrario, recomendar la estructura clásica del derecho de voto<sup>3</sup>.

#### **1.4. Metodología**

La metodología que se empleará en el estudio será inductiva, analizando casos particulares en el desempeño de diversas sociedades, específicamente en cuatro “Tech Unicorns”<sup>4</sup> de Estados Unidos, con estructuras de clase dual para, a partir de los resultados de estos análisis, extraer conclusiones de carácter general. Se espera que tales conclusiones contribuyan a las teorías existentes sobre la materia.

El método investigativo que se empleará en el estudio de los casos particulares será el del análisis de contenido. Los datos de las empresas objeto de estudio se identificarán y valorarán siguiendo el marco teórico elaborado como resultado de la revisión de literatura: será un análisis de contenido descriptivo y crítico.

Para identificar los trabajos que serán utilizados para la elaboración de la revisión de la literatura de este Trabajo de Fin de Grado se recurrirá a las bases de producción científica como *Business Source Complete*, *EconLit* y *Google Scholar*. Asimismo, para el correspondiente análisis de contenidos, se obtendrán los datos de las empresas mencionadas de las páginas financieras de *Council of institutional investors*, *Investopedia* y *Marketscreener*.

---

<sup>3</sup> Es decir, una acción-un voto.

<sup>4</sup> Los “Tech Unicorns” es un concepto acuñado en 2013 por la inversora de capital riesgo Aileen Lee para referirse a las empresas que han sido valoradas por más de mil millones de dólares y que representan algo “extremadamente raro y mágico” (Carey, 2016).

## **1.5. Estructura**

La estructura del trabajo se dividirá en dos grandes bloques o apartados. En el primer bloque se estudiará la clasificación genérica de las modalidades de acciones, su concepto y los derechos económicos y políticos asociados, que junto con la conceptualización de dos de las teorías más destacadas de la gobernanza corporativa, en este caso la teoría de la agencia y la teoría de ‘stewardship’, permitirá desarrollar la definición de las acciones duales y las ventajas y desventajas destacadas por la literatura académica.

Una vez señalado el debate existente acerca de la adopción de este tipo de estructuras, en el segundo bloque se llevará a cabo un análisis cualitativo de contenido de tres empresas de un mismo sector y país, el tecnológico y Estados Unidos<sup>5</sup>. En este sentido, se realizará una revisión de su estructura dual y los porcentajes y derechos de votos asociados a cada una de sus clases de acciones, la descripción de sus principales inversores y su marcado papel histórico en la compañía y, finalmente, el conjunto de decisiones estratégicas adoptadas a raíz de su Oferta Pública de Venta y la trascendencia que ha supuesto en los resultados financieros de los inversores.

---

<sup>5</sup> Se ha decidido analizar el sector tecnológico, dentro del sector TMT (“technology, media and telecom”), debido a que es el sector que históricamente, y especialmente en los últimos años, presenta un mayor número de empresas cotizadas con estructura dual en sus acciones, donde el 25% de las OPV realizadas en 2017 se hicieron bajo esta modalidad (Klausner, 2018). En este sentido, y tratando de que el análisis pueda reflejar una posible tendencia o línea homogénea en su adopción, se optó por que todas las empresas analizadas fuesen de un mismo país, es decir, empresas cotizadas en los mercados de valores de EE. UU.



## **2. MARCO TEÓRICO**

El marco teórico del presente trabajo comienza abordando las diferentes modalidades de acciones según la Comisión Nacional del Mercado de Valores para hacer un primer acercamiento sobre sus características. En este proceso se trata de distinguir entre los diferentes derechos económicos, y sobre todo políticos, que confieren a su titular. Posteriormente, a través de una revisión de la literatura académica, se desarrollarán las teorías más populares de la gobernanza corporativa, es decir, la teoría de la agencia y la teoría de ‘stewardship’ para finalmente hilar estos movimientos con el debate existente en la actualidad acerca de los beneficios o desventajas que aporta adoptar una estructura dual de acciones en una sociedad en su salida a bolsa o ampliación de capital.

### **2.1. Tipología de las acciones y derechos de voto**

El capital social es el conjunto de las aportaciones realizadas por los propietarios de la empresa. La forma de denominar a las partes alícuotas en las que se divide dicho capital varía en función del tipo de sociedad ante el que nos encontremos, denominándola acciones para la sociedad anónima y participaciones en el resto de las organizaciones societarias como las sociedades limitadas. Así, en las sociedades anónimas el capital social es el capital suscrito cuyo importe es la suma del valor nominal de las acciones en que está dividida (Montaño, 2014).

En base a que son los accionistas los que poseen la propiedad de la empresa, normalmente son estos los que tienen la capacidad de decidir sobre cuáles serán las siguientes funciones a realizar o no por el consejo de administración (en adelante CA). Es por ello por lo que una de las facultades más importantes que poseen las acciones es el derecho a voto en cualquier reunión de la junta general de accionistas (en adelante JGA) (Megginson, Lucey y Smart, 2008).

Sin embargo, no todas las empresas confieren del mismo modo esta capacidad de voto en las acciones que emiten en una Oferta Pública de Venta (OPV o IPO en sus siglas en inglés), o en las ampliaciones de capital que realicen (Megginson, Lucey y Smart, 2008), distinguiendo entre diferentes modalidades de acciones de entre las que destacamos las siguientes según los derechos que otorgan al accionista (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2020):

- Ordinarias. Se trata de aquellas acciones que representan una parte proporcional del capital social de una empresa, dando derecho a su poseedor a la propiedad y decisión sobre la empresa de manera proporcional al número de acciones adquiridas (Vázquez Burgillo, 2020).
- Privilegiadas. También llamadas acciones preferenciales o preferentes, son títulos de propiedad parcial de una compañía que ofrecen un valor añadido al accionista al incluir determinadas características, como el cobro de dividendos con prioridad respecto de las acciones ordinarias, que las hace más atractivas para los inversores. Sin embargo, en términos generales, no otorgan derecho de voto en la JGA (IG, 2020).
- Sin voto. Son aquellas acciones cuyo objetivo es obtener financiación de los inversores pero manteniendo el poder y el control sobre la gestión de la empresa. Suele darse principalmente en las grandes compañías y es un tipo de acciones cada vez mayor para hacer frente al absentismo de los accionistas. Para compensar esta falta de capacidad en los derechos políticos se confieren derechos económicos adicionales (Ferrer-Bonsoms & Sanjurjo, 2020).
- Rescatables. También llamadas acciones recuperables o redimibles, son aquellas acciones amortizables por su titular o la empresa emisora conforme a las normas y condiciones establecidas en su emisión. Para ello, puede establecer el cumplimiento de un plazo determinado o una condición concreta, o incluso dejar a la voluntad de las partes la facultad de exigir el rescate (Faus, 2020).

Así, los derechos económicos y políticos varían en función de estas modalidades, donde en términos generales los derechos de voto se compensan con mayores o menores derechos económicos, encontrándonos en este sentido con las acciones de doble clase o clase dual (véase el apartado 2.3. Las acciones de clase dual y las acciones ordinarias). Es por ello que se trata de compensar la mayor o menor emisión de derechos de votos con la percepción preferente de dividendos, o con un precio de emisión de las acciones menor, o no.

Por otro lado, en los mercados secundarios, que en España están integrados por los mercados de renta variable (bolsas de valores), de renta fija (pública y privada), y los mercados de futuros y opciones, permiten la negociación y transacción de títulos valores ya emitidos previamente por las sociedades y cuyos titulares transmiten ahora a otros inversores interesados en su adquisición (Garrigues, 2019), donde el principal foco reside no tanto en los posibles derechos de voto que se puedan adquirir sino en la rentabilidad a obtener en dichas transacciones en cuanto es un mercado con marcado carácter especulativo.

## **2.2. Teoría de la agencia y teoría de ‘stewardship’**

La teoría de la agencia y la teoría de ‘stewardship’ son dos corrientes teóricas de gobernanza empresarial que tratan de analizar y describir los comportamientos de los directivos y el papel de la JGA en relación con el CA de una empresa, configurándose como un entramado de órganos legislativo, ejecutivo y de control, respectivamente (Beata y Boguslaw, 2015).

### **2.2.1. Teoría de la agencia**

La teoría de la agencia tiene una gran popularidad en la investigación de la gobernanza corporativa debido principalmente a su sencillez. Parte de la existencia en las empresas de dos miembros, los consejeros (los agentes) y los accionistas (los propietarios), donde los intereses de cada uno de ellos son claros y coherentes pero, partiendo de la noción de que los seres humanos tienen un interés propio, son reacios a sacrificar los intereses individuales por los intereses de los demás. Surge así esta teoría cuando Jensen y Meckling explican en 1976 cómo las empresas cotizadas pueden existir y gestionarse de una manera eficiente a pesar de las inclinaciones egoístas de los gerentes y de los consejeros (Daily y Cannella, 2003).

Por ello, la teoría de la agencia marca el énfasis, como teoría económica, en un mecanismo de control constante de la JGA sobre el CA en la toma de decisión y rendimiento de actividades que maximice la utilidad de cada uno de los miembros que integran cada órgano. Parte así de la Teoría X de McGregor donde se argumenta que a un

trabajador “no le gusta su trabajo y lo está evitando”, por lo que los motivadores para ellos son exclusivamente económicos. De esta manera, parte de la motivación para alcanzar resultados positivos según este pensamiento radica en la posesión de acciones por parte de los trabajadores (agentes), que partiendo de un racionalismo económico para satisfacer sus propios intereses, se alinea con los intereses de los propietarios en una gestión diligente maximizando su propia utilidad (Beata y Boguslaw, 2015).

### **2.2.2. Teoría de ‘stewardship’**

Como alternativa popular a la teoría de la agencia, la teoría de ‘stewardship’ marca, principalmente, para el estudio de gobierno de las empresas familiares cómo los individuos se realizan a sí mismos y satisfacen sus necesidades alineando sus intereses con los de la organización, incluso en aquellos momentos en los que difieran a priori al primar la colaboración. Sin embargo, la teoría se aplica sobre supuestos excesivamente teóricos, los cuales limitan su realismo y relevancia (Chrisman, 2019).

De esta forma, la teoría de ‘stewardship’ presenta un mayor arraigo en la psicología y sociología de las organizaciones, con alineación en la Teoría Y de McGregor. Es en este enfoque donde se defiende que un trabajador ve su trabajo como “una parte natural de la vida, le gusta y tiene una tendencia innata a ser creativo e innovador”. De esta forma, la realización de un trabajo bien hecho comporta el factor principal de motivación de los directivos. En consecuencia sus intereses están alineados con los de la empresa y no hay conflicto entre los intereses personales y los del mandante. La relación entre ambos órganos se basa en la confianza, donde la JGA confía en las decisiones del CA, y el factor remuneratorio no conforma el factor esencial en el desempeño de un trabajo bien hecho (Beata y Boguslaw, 2015).

### **2.2.3. Diferencias entre las teorías fundamentales**

Las principales diferencias entre ambas teorías en relación con las labores de vigilancia que deben o no realizar la JGA respecto el CA, y viceversa, radica en la vigilancia permanente en la teoría de la agencia; mientras que en la de ‘stewardship’ la tarea a realizar se fundamenta en un papel de colaboración basada en el asesoramiento y apoyo.

Asimismo, los motivadores en la teoría de la agencia son puramente financieros debido a la necesidad de alinear los intereses de los consejeros con el de los accionistas, por lo que poner acciones a disposición de los consejeros resulta fundamental a pesar de su coste; mientras que la teoría de ‘stewardship’ se fundamenta en un contexto psicológico alrededor de la consecución de logros y la automotivación acerca de un trabajo bien hecho con una alta relevancia en el compromiso y la colaboración, pues así determina también su posible promoción y su posición en el “mercado de los directivos y en el mercado de los consejeros” (Beata y Boguslaw, 2015).

De esta forma, la teoría de ‘stewardship’ supone que estos controles formales y la compensación de incentivos son innecesarios, además de que pueden resultar potencialmente contraproducentes (Chrisman, 2019).

De cualquier modo, ambas teorías están presentes en la gobernanza de las empresas de distintos lugares del mundo, primando la teoría de la agencia en los países anglosajones y la teoría de ‘stewardship’ en Europa y Japón (Beata y Boguslaw, 2015).

### **2.3. Las acciones de clase dual y las acciones ordinarias**

Las acciones de clase única, conocidas generalmente como ordinarias, son aquellas en las que todos los accionistas tienen los mismos deberes y obligaciones. Cada una de las acciones que poseen representan un voto, permitiendo la toma democrática de decisiones al conformarse los acuerdos de manera mayoritaria. De esta forma, se requiere el 50% más uno de los votos, que se corresponde en estas acciones con el mismo porcentaje del capital suscrito (Megginson, Lucey y Smart, 2008).

Por otro lado, las acciones de doble clase o clase dual crean una desproporcionalidad entre los derechos de voto y los derechos de flujo de efectivo con el objeto de proteger a los propietarios de la sociedad mercantil de los movimientos del mercado ante una salida a bolsa o ampliación de capital sin perder el control sobre la misma, ante los posibles intereses cortoplacistas de determinados inversores institucionales (Megginson, Lucey y Smart, 2008).

Estas estructuras duales no son una incorporación reciente, al ser las limitaciones de los derechos de voto tan antiguas como la propia forma corporativa (Bainbridge, 2017).

Mientras que en Alemania las acciones duales surgieron en 1844 con especial dominancia en el sector del ferrocarril, no ganaron mayor popularidad hasta después de la Segunda Guerra Mundial para evitar la infiltración extranjera en las empresas nacionales. Por otro lado, en Estados Unidos las acciones de doble clase se utilizaron frecuentemente en las empresas de comunicación, con el objeto de proteger la independencia periodística de las noticias, pero alcanzaron su apogeo y generalidad en la década de 1980 cuando el control corporativo se volvió muy disputado y se necesitaba de fórmulas que garantizaran el afianzamiento en la gestión (Bentel y Walter, 2016).

De esta forma, en la actualidad, las acciones de doble clase forman parte de la realidad de numerosas empresas donde las acciones que se emiten se distinguen por ser de diferentes grupos, normalmente las del grupo “A” y “B”, aunque también se pueden dar múltiples grupos siendo común hasta el grupo “C”, cada una con sus correspondientes distinciones. Estas distinciones radican en que las acciones de tipo A, las cuales pueden ser adquiridas por el público en general y cuyo objeto es la obtención de financiación, poseen tan solo un voto por acción; mientras que las acciones tipo B poseen un número significativamente mayor de derechos de voto por acción (por ejemplo, ratios 10-1) que son reservados para los propietarios que dirigen la sociedad. La finalidad de esta diferenciación consiste en garantizar la seguridad y control en las votaciones, protegiéndose así frente a los contratiempos del mercado, obteniendo la financiación necesaria para el sostenimiento de la empresa, sin verse influenciados por decisiones únicamente financieras y sin proyección a largo plazo de posibles inversores en el mercado (The Wharton School, 2004).

En consecuencia, fundadores de empresas como Google o Facebook mantienen el control de decisión en la gestión estratégica con apenas un porcentaje minoritario de las acciones, pero que representan más del 50% de los derechos de voto (Nüesch, 2015) y consiguen recaudar la financiación necesaria para el desarrollo de futuras estrategias empresariales (Megginson, Lucey y Smart, 2008).

### **2.3.1. Debate entre partidarios y detractores de las acciones de clase dual**

En términos generales, la estructura dual presenta más adeptos en países europeos como Dinamarca, Finlandia, Alemania, Italia, Noruega, Suecia o Suiza; mientras que en países

como Estados Unidos, a pesar de que su práctica ha sido muy común, organismos como New York Stock Exchange (en adelante NYSE) o el Securities and Exchange Commission (en adelante SEC) han desaconsejado adoptar este tipo de estructuras en las empresas (Megginson, Lucey y Smart, 2008), mientras que varios índices bursátiles como S&P 500 no permiten la entrada de sociedades bajo esta estructura en sus bolsas de valores (Chen, 2019).

Sin embargo, adoptar este tipo de estructuras no debe ser asociado necesariamente como perjudicial al valor de la compañía o a resultar ineficiente (Megginson, Lucey y Smart, 2008) por lo que pasamos, en los siguientes apartados a analizar los factores a favor y en contra de este tipo de políticas societarias para mantener el control en la toma de decisión y ver, finalmente, si generan un mejor rendimiento o no tras su adopción.

Para ello, y como se verá a continuación, relacionaremos las teorías de la agencia y de ‘stewardship’ previamente desarrolladas con cada uno de los factores que justifican las dos posturas.

#### 2.3.1.1. Argumentos a favor de las acciones duales

Los defensores del sistema dual se apoyan en la teoría de ‘stewardship’ para argumentar básicamente que la estructura dual en una organización empresarial aumenta la productividad o valor de la compañía en cuanto proporciona a los propietarios la capacidad de establecer una estrategia de creación de valor a largo plazo sin temor de los intereses especulativos a corto plazo por parte de ciertos accionistas (Nüesch, 2015). Su hilo argumental se expone en los párrafos siguientes.

Cuanto mayor es la identificación con la empresa, mayor es la motivación para lograr los objetivos de esta. Es decir, en cuanto la capacidad de decisión persiste en el grupo que dirige la empresa, al no verse expuesto a posibles intromisiones externas por una equiparación en los derechos de voto, producirá mayores rendimientos por la identificación de los objetivos empresariales como propios (Davis, Schoorman y Donaldson, 1997).

De esta forma, las barreras de control corporativo que implementa la estructura dual de acciones permiten a los directivos actuar de una manera diligente y concentrarse en la

creación de valor a largo plazo y, no solo, en el precio actual de las acciones. Esto impide las adquisiciones hostiles donde solo se requiere, en el caso de una acción-un voto, de una inversión “relativamente pequeña” en el capital de la compañía que se desea adquirir (Nüesch, 2015).

En consecuencia, los directivos, al no ver su futuro empleo amenazado por una adquisición hostil, realizarán inversiones estratégicas en la empresa a largo plazo enfatizando en el comportamiento colaborativo (Deangelo y Deangelo, 1985). Así, controlarán la empresa con fines legítimos y tendrán la capacidad de usar sus mayores niveles de información para adoptar decisiones de inversión eficientes, sin la presión de inversores ajenos menos informados y con intereses a corto plazo (Cheng, Mpundu y Wan, 2019). De este modo, vemos como la teoría de ‘stewardship’ es el planteamiento que justifica la adopción de estas estructuras duales al darse una identificación total con los aspectos motivadores del trabajo, basado en la consecución de logros y con un aspecto colaborativo y de compromiso, alejados de aspectos meramente financieros.

Asimismo, las empresas con esta estructura societaria podrán eludir adquisiciones por debajo del precio del mercado cuando estén siendo infravaloradas. Esta situación puede darse debido a la incertidumbre al corto plazo de su estrategia, que en el presente no refleje su verdadero valor. De esta forma, frente a un posible inversor ajeno que conozca de su verdadero valor y aproveche la oportunidad, los fundadores disponen de los suficientes votos para prevalecer y continuar con su estrategia empresarial (Chemmanur y Jiao, 2012).

Así, muestran principalmente el rasgo de las acciones duales aquellas empresas que invierten más en Inversión y Desarrollo (I+D), con dificultades de efectivo y endeudadas (Cheng, Mpundu y Wan, 2019).

Sin embargo, y teniendo en cuenta que los efectos del sistema de doble clase no son totalmente universalizables a todas las organizaciones si consideramos el tamaño y actividad de cada una de ellas, el rendimiento logra aumentar significativamente en función de las necesidades de financiación externa, si es que dichas necesidades financieras externas se requieren realmente. Esto se debe a que las necesidades de financiación externa mitigan los costes de agencia entre los accionistas minoritarios y los accionistas controladores/fundadores, creando un contexto en el que las acciones de clase dual facilitan las inversiones estratégicas (Nüesch, 2015).



Otro rasgo significativo revela cómo los accionistas obtienen rendimientos significativamente más altos después de recapitalizaciones de doble clase, es decir aquellas compañías que cambian de un tipo de estructura simple a dual. Esto se debe a que crecen más rápido que las empresas con estructuras simples y evitan perder el control sobre la propiedad, y por ende sobre la estrategia, de la compañía (Dimitrov y Jain, 2006).

Así, tal y como propone el ‘king vs rich dilemma’, si eligen implementar los mecanismos de control propios de las acciones de doble clase y asegurar la posición de rey, corren el riesgo de perder dinero en la OPV o ampliación de capital. Por el contrario, si eligen no implementar esta forma societaria y asumir únicamente las acciones de una única clase adoptarán la posición rica reuniendo mayores capitales para realizar las correspondientes inversiones necesarias, frente al riesgo de una posible pérdida del control sobre la empresa y sus decisiones estratégicas. De esta manera, y aunque parezca a priori que la posición del rey conduce a una peor posición económica en favor de un mayor control, las empresas que eligen la opción del rey recuperan la pérdida inicial de riqueza conciliando los caminos del rico y del rey en el largo plazo y manteniendo, además, el control (Fattoum-Guedri, Delmar y Wright, 2018).

Teniendo en cuenta estos argumentos a favor, no es sorprendente que se haya producido un aumento significativo en la adopción de las estructuras duales durante los últimos años donde, en 2017, el 25% de las empresas que cotizan en las bolsas de valores de EE. UU. lo hacen bajo esta modalidad de acciones duales. Teniendo en cuenta que en 2005 eran escasamente el 1% de las empresas, cabe estudiar el porqué de este crecimiento y cuál ha sido el sector que más ha influido en esta decisión. En este sentido, el sector TMT (“technology, media and telecom”) lidera como el sector que más utiliza esta modalidad en su estructura societaria, lo cual ha impulsado la media en el conjunto de empresas que utilizan las estructuras duales al ser el sector que también ha realizado el mayor número de OPV en los últimos años (Klausner, 2018).

#### 2.3.1.2. Argumentos en contra de las acciones duales

Los detractores de las acciones duales, por su lado, se apoyan en la teoría de la agencia. De este modo, argumentan que las acciones duales otorgan a los fundadores o accionistas controladores excesivos beneficios privados, sobre todo si los fondos generados

internamente exceden las oportunidades de invertirlos de manera rentable. Así, sus decisiones financieras les impactan de una forma menor a como lo hacen a los accionistas minoritarios. Al no disponer de capacidad de decisión, pues el papel de los accionistas minoritarios es residual y meramente de financiación, las consecuencias de una decisión mal finalizada repercuten de una manera superior en ellos que en los poseedores de las acciones duales, provocando una disminución en el rendimiento de la empresa (Nüesch, 2015).

Determinados análisis teóricos muestran cómo una estructura de capital de una acción-voto es óptima al minimizar la probabilidad de que se realice una OPV que no mejore el valor de la compañía (Grossman y Hart, 1988), mientras que en determinadas ofertas realizadas por empresas con estructuras de doble clase no se han conseguido llevar a cabo incluso con “el mejor equipo de gestión” (Nüesch, 2015). Esto se debe a la pérdida de valor que supone para el inversor la compra de acciones que no se corresponden de una manera proporcional con los derechos de voto, por lo que se ve obligado a compensarle con un precio de emisión menor o mayores beneficios en las acciones que terminan por producir una OPV de menor valor.

A su vez, el hecho de anunciar una reconversión de acciones simples en acciones de doble clase impacta de una manera negativa en el precio de las acciones (Jarrell y Poulsen, 1988), lo cual ha ocurrido en empresas en Asia Oriental (Claessens, Djankov, Fan y Lang, 2002), en diversos mercados europeos (Barontini y Capiro, 2006), en empresas de los Estados Unidos (Villalonga y Amit, 2009) y en mercados emergentes (Lins, 2003).

En definitiva, en las empresas con estructura dual, los dueños de las acciones tipo B, es decir, aquellas con mayor capacidad de decisión, tienden a percibir compensaciones retributivas más elevadas y pueden tomar decisiones más ineficientes en la construcción de valor. Además, el resto de los accionistas que poseen las acciones tipo A o C, es decir, los minoritarios que poseen una capacidad de voto inferior o nula, muestran una preocupación menor que en las sociedades con la estructura clásica de derecho de voto en relación con el gasto que produce la empresa y los movimientos de caja de los que dispone. Esto se debe a la falta de capacidad en la toma de decisiones en la JGA, que les aleja en la gestión ordinaria y acaban por abstenerse de forma involuntaria en la gestión (Masulis, Wang y Xie, 2009).

## **2.4. Marco conceptual para el análisis de contenido**

Al existir diversas modalidades de acciones con diferentes derechos económicos y políticos, resulta fundamental para las empresas definir qué tipo de acciones quieren establecer una vez salgan a bolsa o lleven a cabo una ampliación de capital. En el sentido del presente trabajo, deben considerar si desean llevar a cabo una OPV o ampliación de capital donde obtengan una mayor financiación a cambio de la pérdida del control societario sobre las decisiones estratégicas; o si, por el contrario, prefieren mantener dicho control y enfrentarse a las posibles oscilaciones en el precio de sus acciones a consecuencia de los menores derechos de voto que confieren.

Las acciones duales (con, al menos, acciones tipo A y acciones tipo B, e incluso tipo C) permiten proteger en este sentido a los propietarios de la compañía frente a los intereses cortoplacistas del mercado. De esta manera, además de obtener la financiación correspondiente, pueden establecer decisiones estratégicas que aumenten el valor de la compañía aunque no sean al corto plazo. Se alinea así con la teoría de ‘stewardship’ donde los intereses coinciden en todo caso en la estructura de la sociedad. Es por ello que, a pesar de los inconvenientes que pueden derivar desde el planteamiento de la teoría de la agencia, presentan esta estructura en sus acciones empresas con una alta inversión en I+D y con una decisión estratégica muy clara que solo puede recaer en los que gestionan en el día a día la sociedad.

De esta manera, los parámetros clave a investigar en el presente Trabajo de Fin de Grado se situarán dentro del análisis de contenido de cuatro “Tech Unicorns” estadounidenses (véase el apartado 3.2. Sociedades con estructuras de clase dual y desempeño de estas) donde se describirán la estructura y porcentajes correspondientes de su estructura dual en las acciones de las compañías, sus principales inversores, el impacto que esto produce en la capacidad de decisión de la JGA y de sus consejeros, las decisiones adoptadas con mayor trascendencia desde la implementación de esta estructura y, finalmente, sus resultados financieros y su evolución.

### **3. ANÁLISIS DE CONTENIDO DE CASOS REALES**

#### **3.1. Contexto metodológico**

Los estudios realizados en los últimos años sobre el desempeño de las acciones duales han resultado en hallazgos no concluyentes (Nüesch, 2015). La endogeneidad en la estructura de capital de una empresa constituye un desafío para los estudios empíricos de gobierno corporativo (Larcker, Ormazabal y Taylor, 2011), pues dificulta la labor de identificar la relación causa-efecto en las acciones de doble clase y su correspondiente rendimiento en las sociedades empresariales (Bennedsen y Nielsen, 2010). La endogeneidad se refiere a la relación entre una variable explicativa y otra que queremos explicar, la cual viene determinada por otras variables que no se han tenido en cuenta y que covarían con la variable explicativa (Martínez, 2016).

De esta forma, la búsqueda de una relación causa-efecto resulta de gran dificultad en cuanto la propia estructura de capital de una empresa está explicada por los rendimientos de una empresa y viceversa, por lo que es difícil plantear si la estructura de doble clase de una empresa es la que explica el rendimiento o al revés.

En este sentido, en cuanto el rendimiento de una sociedad empresarial y la estructura de capital se determinan conjuntamente, la omisión de determinadas variables afecta a la validez de los resultados. Un ejemplo de esta correlación puede verse en nuestro caso a través de la figura de un consejero. Si nos encontrásemos, por ejemplo, ante un consejero incapaz, este nos llevará a la obtención por parte de la empresa de resultados negativos. Esto se reflejará con independencia si ha decidido emitir acciones duales u ordinarias; aunque la cuestión en relación con la ineficiencia, en dicho caso, no se debe a las acciones en sí, sino a la incompetencia del mismo administrador (Masulis, Wang y Xie, 2009).

Si bien, determinados estudios como el realizado por Nüesch tras la aprobación del Parlamento suizo de una nueva ley de sociedades anónimas ("Aktiengesetz"), han logrado controlar los efectos fijos y los factores de confusión que varían con el tiempo.

##### **3.1.1. Método de investigación**

En base a los problemas de investigación mencionados, el proceso que se seguirá en este bloque de análisis de contenido consistirá en una revisión cualitativa de las estrategias

desarrolladas por un conjunto determinado de empresas que hayan adoptado la estructura dual en su capital social, para llegar así a conclusiones particulares en las empresas analizadas.

De esta forma, estudiaremos a empresas de un mismo sector (véase el apartado 3.1.3 Muestra) donde, en primer lugar, describiremos su estructura societaria a raíz del número de acciones y tipos que constituyen su capital social. Posteriormente, una vez han sido establecidas estas estructuras y teniendo en cuenta lo explicado en el marco teórico, analizaremos cuáles han sido las estrategias desarrolladas a medio y largo plazo, para finalmente describir la evolución de los resultados financieros una vez han establecido estas estructuras duales.

### **3.1.2. Fuente de datos**

Las fuentes de datos a las que se acudirá para el análisis de contenido serán en primer lugar el Council of Institutional Investors, en cuanto es el encargado de promover los intereses de los inversores institucionales en los Estados Unidos, lo que nos permitirá describir la estructura de sus acciones; Investopedia, como plataforma online de educación financiera para el comprensión de los principales inversores en las compañías mencionadas y de sus principales decisiones estratégicas adoptadas; y finalmente Marketscreener, en los apartados de “financials” y “ratings” para la realización esquemática de la evolución financiera y de compensación a sus accionistas durante los últimos años.

### **3.1.3. Muestra**

El conjunto de empresas que se ha decidido analizar son una serie de compañías norteamericanas que se agrupan bajo el paraguas anglosajón de “Tech Unicorns”.

De esta forma, analizaremos las estrategias desarrolladas por tres empresas de este sector TMT. Para ello, distinguiremos entre dos empresas “clásicas” con estas estructuras, como son Google (Alphabet Inc.) y Facebook (Facebook Inc.), y una empresa “moderna” que

recientemente ha salido a bolsa implementando este sistema, como es el caso de Snapchat (Snap Inc.)<sup>6</sup>.

La finalidad de esta distinción entre Google y Facebook, como empresas clásicas, y Snap, como empresa moderna, radica en los periodos que adoptaron esta estructura en su capital social. Mientras que la última mencionada llevó a cabo esta transición en pleno apogeo de las aplicaciones tecnológicas, en 2017, Google y Facebook fueron de las pioneras en impulsar estos sistemas de voto en un primer periodo con un escaso porcentaje de empresas con estructura dual, en 2004 y 2012 respectivamente.

Además, su elección se ha justificado por ser empresas que han sido fundadas y se dirigen en el mismo país (EE. UU.) así como por la cercanía en los servicios prestados entre ellas, siendo el caso de Facebook y Snap más claro al ser ambas redes de interacción social, pero que resultan en ser todas plataformas que facilitan la prestación de servicios mediante la comunicación en línea por lo que también resultan de interés para su posterior análisis.

En conclusión, pasamos a analizar las siguientes empresas tecnológicas que han adoptado este modelo societario para concluir si su rendimiento ha mejorado o no, tanto al corto como el medio y largo plazo a raíz de la mayor libertad que le otorga frente al mercado en sus decisiones estratégicas.

---

<sup>6</sup> Originalmente, el objeto de estudio de este apartado pretendía incluir alguna empresa del sector TMT que haya realizado su OPV bajo la modalidad de estructura dual en los últimos años, como es el caso de Lyft. Sin embargo, dado el escaso periodo de tiempo transcurrido desde su salida a bolsa, el análisis de su decisión estratégica resultaba demasiado escueto por lo que se ha decidido excluirlo finalmente.

## **3.2. Sociedades con estructuras de clase dual y desempeño de estas**

### **3.2.1. GOOGLE (ALPHABET INC.)**

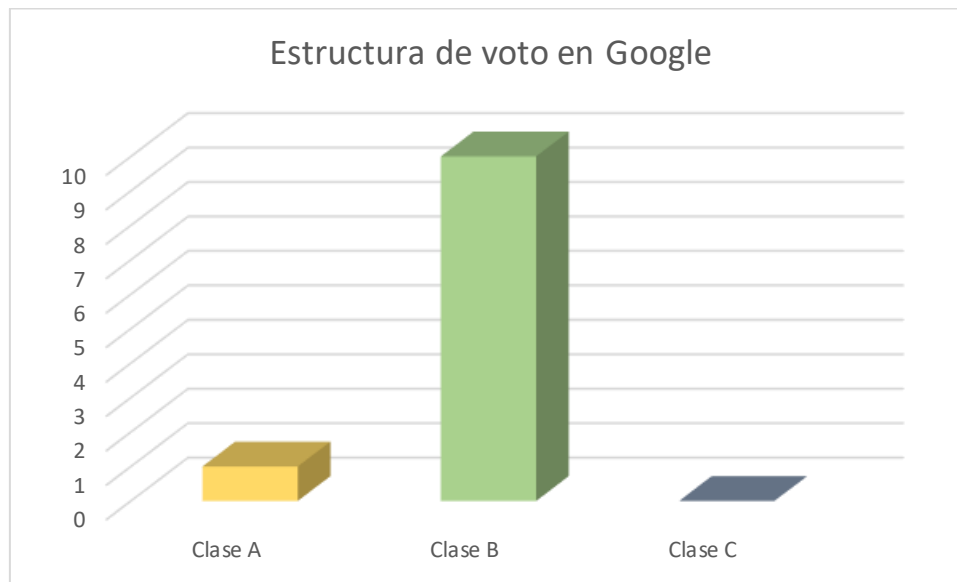
El comienzo de Google se remonta a mediados de los noventa, cuando Larry Page comenzó sus estudios en la Universidad de Stanford y dónde conoció a Sergey Brin para que le enseñase el campus. Allí comenzaron a trabajar en un motor de búsqueda, llamado “BackRub”, que utilizaba enlaces para determinar la importancia de cada página web. Al poco tiempo, dicho motor de búsqueda pasó a llamarse Google para reflejar así su objetivo de organizar la información disponible y hacerla accesible para todo el mundo (Google, 2020), en referencia a la expresión matemática del número 1 seguido de 100 ceros de “googol” (Hosch y Hall, 2020).

Sin embargo, no fue hasta 1998 cuando constituyeron oficialmente Google Inc. gracias a la inversión de 100.000 dólares de Andy Bechtolsheim, cofundador de Sun Microsystems, lo que les permitió crear su primera oficina en un garaje a las afueras de California. Desde entonces, Google ha crecido enormemente trasladándose posteriormente a Silicon Valley, esta área empresarial de “Tech unicorns”, contando con más de 60.000 empleados en 50 países y desarrollando una gran diversidad de productos como Android, Gmail o YouTube (Google, 2020). Se posiciona así como una de las cuatro empresas más influyentes junto a Apple, IBM y Microsoft en el mundo de la tecnología (Hosch y Hall, 2020).

Este rápido crecimiento produjo algunos problemas en la gestión interna, donde los inversores solicitaron a Larry Page y Sergey Brin la incorporación de una figura con experiencia. Así, Eric Schmidt fue nombrado presidente y director general (CEO) en 2001, mientras que Page y Brin continuaron con el desarrollo de nuevos productos y la mejora de los ya existentes (Hosch y Hall, 2020).

Desde 2015, Google es una subsidiaria de la compañía holding Alphabet Inc. (Investopedia, 2019) y realizó su OPV en 2004. En la actualidad, tiene tres clases de acciones: las acciones Clase A, las acciones Clase B y las acciones Clase C (Council of Institutional Investor, 2019).

Gráfico 1: Estructura de Voto en Google



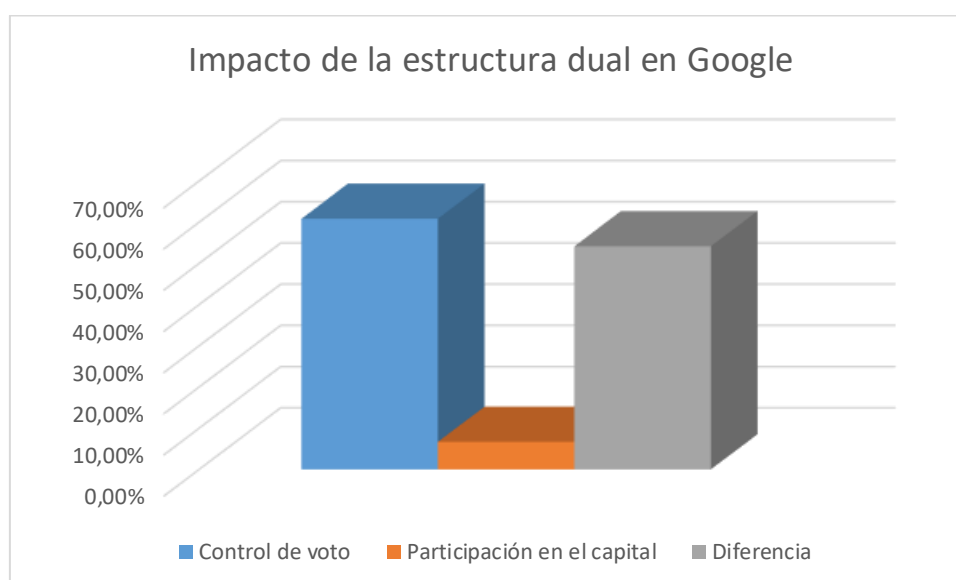
Fuente: elaboración propia a través de los datos del informe “Dual Class Companies List” de Council of Institutional Investor (2019).

Las acciones Clase A son aquellas con un voto por acción, las acciones Clase B son aquellas con 10 votos cada una, propiedad de los cofundadores y que no comercializan en el mercado, mientras que las acciones Clase C no poseen ningún derecho de voto y son las que mayor comercialización reciben (Reiff, 2020) lo que le permite captar grandes sumas de dinero de diversos inversores sin renunciar a su capacidad de decisión (Investopedia, 2019).

Entre sus principales accionistas destacan sus dos fundadores, Larry Page y Sergey Brin, poseedores tanto de la totalidad de las acciones Clase B como de un porcentaje significativo de las acciones Clase C, y con más de un 60% sobre el total de votos en la toma de decisiones; y tres destacadas empresas de gestión de inversiones, Vanguard Group, Inc., BlackRock, Inc. y T. Rowe Price Associates, Inc., acaparando una gran mayoría de las acciones Clase C (Reiff, 2020).



*Gráfico 2: Impacto de la estructura dual en Google*



Fuente: elaboración propia a través de los datos del informe “Dual Class Companies List” de Council of Institutional Investor<sup>7</sup> (2019).

Su estructura corporativa desde entonces ha variado en múltiples ocasiones, alternando funciones entre sus dos fundadores y dirigentes con dilatada experiencia. En 2011, reorganizaron la estructura directiva adoptando Page el papel de director general, Brin el de director de proyectos especiales y Schmidt como presidente ejecutivo. Sin embargo, y como en 2015 se convirtieron en una filial de la compañía holding Alphabet, volvieron a reorganizarse pasando a ser Page el director general de Alphabet, Brin su presidente y Schmidt el presidente ejecutivo, mientras que Sundar Pichai se convertía en el director general de Google. Finalmente, en 2018 y 2019, Page, Brin y Schmidt se retiraron y Pichai pasó a ser el director general de ambas compañías. Si bien, Page y Brin permanecen en el CA de Alphabet (Hosch y Hall, 2020).

De esta manera cabe plantearse el impulso que supuso su salida a bolsa en las diversas decisiones adoptadas desde la adopción de su estructura societaria de las acciones de clase dual. Por un lado, y de forma previa a su salida a bolsa, Google se convirtió en el año

<sup>7</sup> La diferencia es calculada sobre el porcentaje total de control de voto en relación con la participación en el capital social de la compañía. Cuanto mayor sea la diferencia más pueden verse incrementados los problemas que se derivan de la teoría de la agencia, significando una diferencia del 100% que la clase con mayores derechos de voto posee todo el poder a pesar de no representar ninguna participación del capital social.

2000 en el cliente de una de las plataformas webs más famosas: Yahoo!, lo que supuso un enorme impacto para la compañía, alcanzando 200 millones de búsquedas diarias. Sin embargo, rescindieron sus servicios en 2004 (Hosch y Hall, 2020), año en el que se produjo su OPV y que, tras alcanzar una financiación superior a los 1.500 millones de dólares, aunque inferior a la financiación esperada de 3.470 millones de dólares al aminorar la capacidad de decisión de los inversores por la venta de acciones con menores derechos de voto (Fernández, 2004), le permitió a Google llevar a cabo una serie de decisiones estratégicas sin intromisiones de terceros entre las que destacan (Hosch y Hall, 2020):

- Inversiones en servicios de publicidad.

Google Adwords y Google Adsense constituyen las principales fuentes de ingresos de la multinacional americana, con un 68% y 21% sobre sus ingresos respectivamente en 2014 (Davila, 2020). Si bien Applied Semantics, los creadores de Adsense, fue adquirida en 2003, las sucesivas inversiones realizadas en los años siguientes a 2004, por ejemplo en dMarc Broadcasting, DoubleClick o AdMob por millones de dólares, permitió a Google consolidar su negocio de motores de búsqueda a través de la publicidad al adaptar la forma de anunciar a las preferencias individuales de los consumidores y renovar la forma tradicional de publicitarse.

- Lanzamiento de Google Video y su conversión en YouTube.

Lanzado en 2005, Google Video permitió a sus usuarios buscar el texto subtulado de los programas retransmitidos por televisión. A los pocos meses, Google comenzó a aceptar videos enviados por los usuarios, estableciendo los propios usuarios los precios para que otros descarguen y vean los videos. A principios de 2006 se abrió Google Video Store, con contenido premium, tanto de series de televisión como de películas, de compañías de medios tradicionales como CBS Corporation o Sony Corporation. Ya a mediados de 2006, Google comenzó a ofrecer contenido premium gratis pero con anuncios, ya que no conseguía superar a YouTube, líder en videos en línea desde su introducción en 2005, por lo que decidió adquirirlo en 2006 aunque sin fusionar ambos servicios. Finalmente, Google Video cerró en 2012 y Google consiguió complementar los servicios de YouTube con sus sistemas de publicidad.

- Desarrollo de Google Docs y Chrome.

Entre 2006 y 2007, Google entro en competencia directa con Microsoft al desarrollar varios programas comerciales tradicionales como procesador de textos, hoja de cálculo o software de presentación (frente a Word, Excel y PowerPoint de Microsoft) que funcionan a través del navegador al conectarse con los servidores de Google. Además, de otros servicios como Gmail o Google Calendar que entraban en competencia directa con Microsoft (Outlook o Calendario en Microsoft respectivamente) al ofrecerse además de forma completamente gratuita, desarrollaron Google Chrome en 2008, es decir, un navegador propio con motor JavaScript que permitía ejecutar sus propios programas de una manera más eficiente para convertirse, finalmente, en el navegador web más utilizado por delante de Internet Explorer, Safari o Firefox; con lo que ello supone para sus servicios de publicidad en línea.

- Penetración en el mercado de los dispositivos móviles.

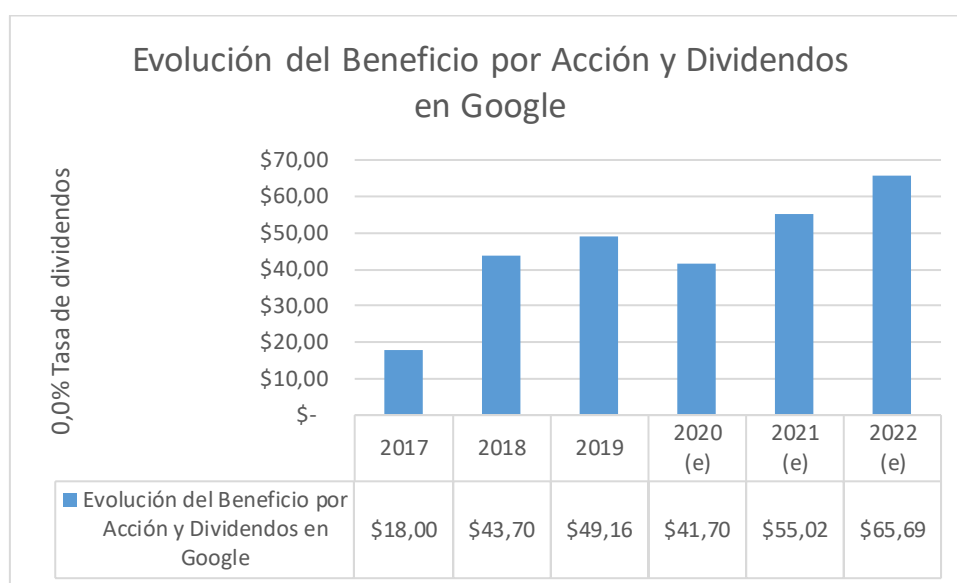
En 2005 Google adquirió Android Inc. lo que le permitió explotar un nuevo mercado a través de los sistemas operativos de los móviles. Para ello, estableció en 2007 un consorcio con varias compañías de tecnología y telefonía móvil incluyendo Intel Corporation, Motorola Inc. o Samsung Electronics con el objeto de desarrollar un sistema operativo de código abierto. Un año más tarde, en 2008, se lanzó el primer móvil con este sistema operativo y desde finales de 2011 Android lideraba ya el mercado de la telefonía móvil.

- Proyectos X Development.

Pertenece al departamento de I+D de Google y es característico por el gran secretismo existente en torno a los proyectos en los que se trabaja. Esto le ha permitido lanzar múltiples servicios completamente innovadores, a pesar de que gran parte de los mismos constituyen pérdidas para la compañía (Davila, 2020), cuestión que resultaría improbable ante una estructura ordinaria en las acciones donde los inversores apostarían únicamente por proyectos rentables a corto plazo.

De esta manera, podemos apreciar que el crecimiento hasta ahora ha sido constante, con expectativas de venta superiores en los próximos años, que se ve beneficiado por una situación financiera sólida, con un fondo de maniobra significativo para la inversión (MarketScreener, 2020).

*Gráfico 3: Evolución del Beneficio por Acción y Dividendos en Google*



Fuente: elaboración propia a través de los datos obtenidos de MarketScreener en su apartado de “Financials” acerca de Google<sup>8</sup> (2020).

En definitiva, y teniendo en cuenta el papel de los inversores, en Google se ha incrementado de forma significativa su Beneficio por Acción (de sus siglas en inglés EPS) aumentando de 18 dólares en 2017 a casi 50 dólares en 2019, lo que responde a los planes a largo plazo que se diseñan desde Google, y que parece responder a las características propias de las sociedades tecnológicas que adoptan la estructura dual en su sociedad, y es en este mismo sentido en el que destaca Google frente a sus competidores como Apple o Microsoft al no atender al pago de dividendos, pues su crecimiento es constante y prefiere atender a su reinversión en nuevos proyectos (Montoya, 2015).

Esta visión a largo plazo y de innovación resulta una característica fundamental en la posición estratégica adoptada por Google, que como se menciona en el Formulario S-1<sup>9</sup> de 29 de abril de 2004, las injerencias externas es un elemento que se quiere eliminar para

<sup>8</sup> La expresión (e) hace referencia a las estimaciones realizadas por el propio servicio de MarketScreener acerca de la evolución esperada, en base al resto de indicadores financieros, del Beneficio por Acción.

<sup>9</sup> El Formulario S-1 es un documento de registro inicial requerido por la SEC para aquellas empresas con domicilio social en EE. UU. y que pretenden llevar a cabo su Oferta Pública de Venta (Kenton y Scott, 2020).

conseguir los verdaderos objetivos propuestos por la compañía, “sin manos atadas” donde (Securities and Exchange Commission, 2004):

*“In our opinion, outside pressures too often tempt companies to sacrifice long-term opportunities to meet quarterly market expectations. Sometimes this pressure has caused companies to manipulate financial results in order to “make their quarter.”*

(En nuestra opinión, las presiones externas tientan con demasiada frecuencia a las empresas a sacrificar oportunidades a largo plazo para cumplir con las expectativas trimestrales del mercado. A veces esta presión ha causado que las compañías manipulen los resultados financieros para "hacer su trimestre").

### **3.2.2. FACEBOOK (FACEBOOK INC.)**

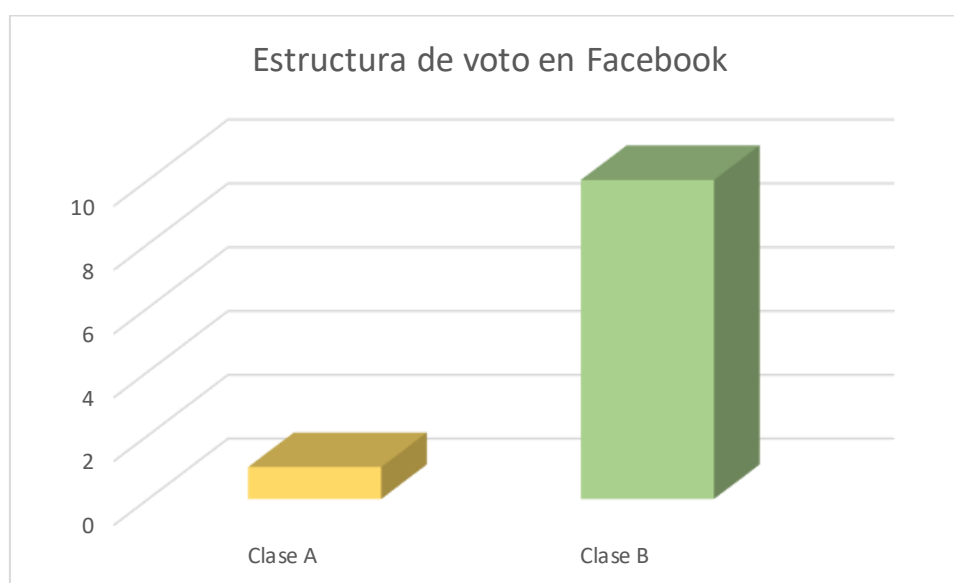
El origen de Facebook se remonta también a la época universitaria de sus fundadores, en este caso en la Universidad de Harvard, cuando en 2003 Mark Zuckerberg lanza Facemash, una plataforma web para que entre los alumnos de la universidad respondan a la pregunta “Who’s Hotter?” y encontrar así a la estudiante más atractiva de Harvard. Sin embargo, debido al gran éxito por visitas en los días siguientes, y a la polémica alrededor de esta pregunta, tuvo que cerrar Facemash de manera temporal al enfrentarse a una posible expulsión por parte del Consejo de Administración de Harvard por violar la privacidad de los alumnos al haber accedido a sus datos a través de los directorios online de las facultades (López, 2017).

Tras comprender dichas necesidades de privacidad, Mark Zuckerberg y tres compañeros de la universidad, Dustin Moskovitz, Chris Hughes y Eduardo Saverin, fundaron The Facebook en 2004 (Facebook, 2020), una red social exclusiva para los estudiantes de Harvard donde podían publicar, a través de la creación de un perfil personal, fotografías e información personal. Para finales de año, y tras permitir el acceso a estudiantes de otras universidades, The Facebook contaba ya con más de un millón de usuarios, tan solo por detrás de la red social líder Myspace (Hall, 2020).

Fue finalmente en 2005 cuando adoptó el nombre de Facebook y, tras trasladarse a su nueva oficina en Silicon Valley, Zuckerberg dejó sus estudios en Harvard para convertir Facebook en una de las empresas más valiosas del mundo. Para ello permitió unirse progresivamente a más usuarios, no solo a estudiantes, hasta convertirse de acceso completamente libre (History, 2019) logrando a día de hoy más de 2.600 millones de usuarios activos al mes (Clement, 2020).

En 2012 llevó a cabo su OPV, diferenciando entre dos tipos de acciones: las acciones Clase A y las acciones Clase B (Council of Institutional Investor, 2019).

Gráfico 4: Estructura de Voto en Facebook

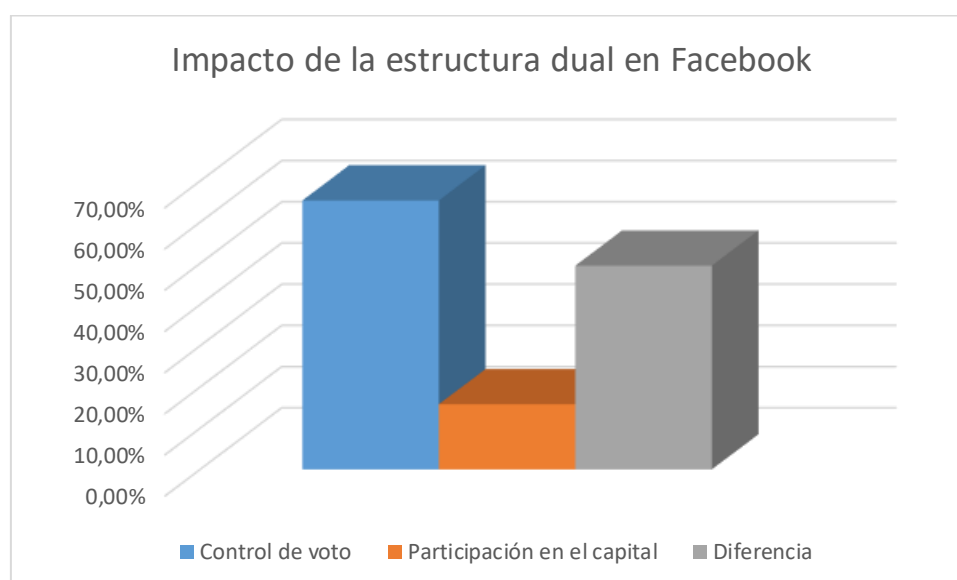


Fuente: elaboración propia a través de los datos del informe “Dual Class Companies List” de Council of Institutional Investor (2019).

Las acciones Clase A son aquellas que se comercializan en el mercado, con un voto por acción en lo que a derechos políticos se refiere, mientras que las acciones Clase B, las cuales no se comercializan, pertenecen a los “insiders” de Facebook al contar con 10 votos por acción (Udland, 2016).

Entre los accionistas con mayor poder de voto y acciones suscritas destaca el cofundador de Facebook Mark Zuckerberg con un control del poder de voto del 57,9% respecto del total, mientras que junto al grupo de expertos de la compañía (o “insiders”) controlan casi el 70% (Stewart, 2018). Asimismo, y al igual que Google, destacan las empresas de gestión de inversiones, Vanguard Group, Inc., BlackRock, Inc. y T. Rowe Price Associates, Inc., así como FMR LLC, al poseer aproximadamente 573,6 millones de acciones Clase A de Facebook (Johnston, 2020), que a pesar del gran número de acciones que poseen en la misma la decisión final en la toma estratégica de decisiones pertenece a Zuckerberg.

*Gráfico 5: Impacto de la estructura dual en Facebook*



Fuente: elaboración propia a través de los datos del informe “Dual Class Companies List” de Council of Institutional Investor (2019).

En relación con la estructura corporativa de Facebook cabe destacar los escasos cambios producidos desde sus orígenes, donde su equipo directivo se ha mantenido fiel a la empresa con un promedio de antigüedad muy superior frente a la media en el sector tecnológico del S&P, de 6,8 años, y donde todos, salvo el director financiero Dave Wehner, trabajaban ya en Facebook antes de su salida a bolsa. En los últimos años, tan solo Mike Vernal, vicepresidente de “Product & Engineering”, y Jan Koum, CEO de Whastapp, decidieron abandonar la compañía. Cuestión que puede resultar de importancia dado las últimas polémicas que han sacudido Facebook en torno a la privacidad y la influencia extranjera en la política de Estados Unidos, lo que podría derivar, y derivaría en numerosas empresas, en la fuga de su equipo directivo hacia nuevas oportunidades laborales (Wagner, 2018).

Es en este sentido en el que destaca el escándalo de Cambridge Analytica, donde se recolectaron millones de perfiles de votantes estadounidenses en Facebook para generar un programa e influir a través de la publicidad personalizada en las elecciones, en este caso en las que salió elegido el presidente Donald Trump (aunque también fue contratado Cambridge Analytica en la campaña a favor del Brexit) (Cadwalladr y Graham-Harrison, 2018). Por ello, Facebook ha sido multado con la cifra récord de 5.000 millones de dólares



y se ha visto obligada a reestructurar su estrategia de privacidad estableciendo un comité de privacidad independiente (Pozzi, 2019), alejando en este caso el poder exclusivo de decisión de su fundador Mark Zuckerberg, y que plantea series dudas en la posición de rey característica de las acciones de doble clase en aquellos momentos en las que las decisiones adoptadas parecen no resultar las más acertadas por parte de los inversores institucionales.

Más allá de estas dificultades, el proyecto empresarial muestra una increíble solidez y rentabilidad desde su salida a bolsa con un incremento del 385% en sus acciones (Chamizo, 2019), donde se logró una financiación de 18.000 millones de dólares (Amiguet, 2017). Esto supuso un enorme impulso, que aunque ya había realizado grandes operaciones como la adquisición de Instagram en 2012, le permitió llevar a cabo una serie de estrategias empresariales, más allá de los propios cambios en sus redes sociales, entre las que destacan (Facebook, 2020):

- Adquisición de WhatsApp.

En 2014, Facebook llevó a cabo una de las mayores adquisiciones de la historia, al comprar por un valor 20 veces superior al pagado por Instagram, la red de mensajería instantánea conocida como WhatsApp. Para hacerse propietario de los servicios de WhatsApp, Facebook desembolsó 19.600 millones de dólares, doblando la oferta de Google y apostando por parte de la remuneración en acciones del propio Facebook, cantidad significativamente superior a la inicialmente negociada con el objeto de mantener a los trabajadores de la empresa e iniciar una progresiva inclusión de los servicios para que las plataformas de mensajería de Facebook, Instagram y WhatsApp puedan comunicarse fácilmente entre ellas. Es por ello por lo que decidió tomar ventaja del gran uso diario que recibe la red de mensajería, donde ese mismo año el 70% de sus usuarios se conectaban diariamente y enviaban más del triple de imágenes frente a la red de Zuckerberg (Deutsch, 2020).

- Adquisición de Oculus.

En un intento de diversificar su cartera de productos, Facebook anunciaba en 2014 la compra de la compañía de videojuegos de realidad virtual Oculus VR por 2.000 millones de dólares, utilizando en su compra parte de las acciones de la compañía como forma de retribución. De esta forma, pretende buscar una salida en esta industria a través del propio impulso de las redes sociales que gestiona, transformando esta experiencia en los

videojuegos en una realidad virtual en otros aspectos cotidianos del día a día (Solomon, 2014).

- Presentación de los productos de Portal.

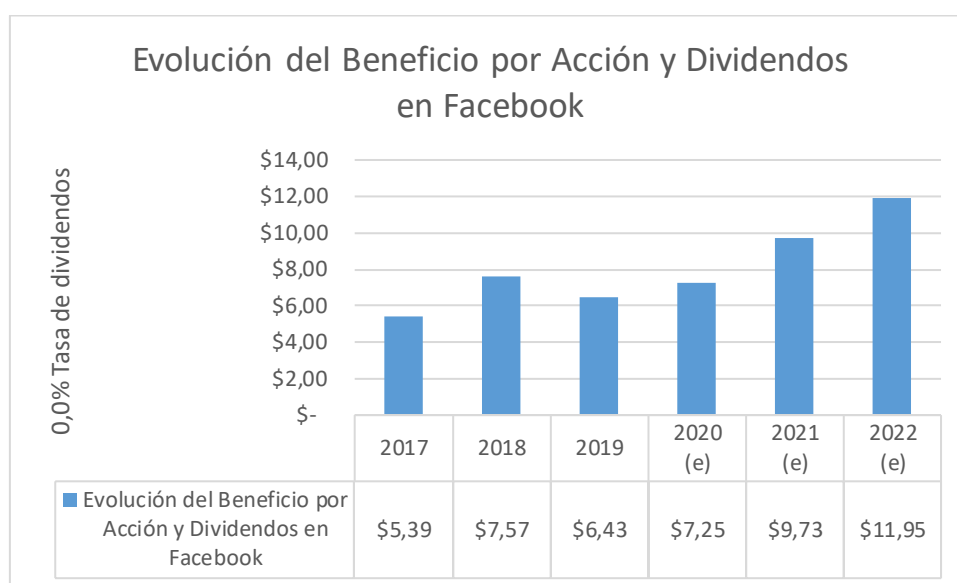
Facebook presentó en 2018 una nueva gama de productos de comunicación con el objeto de obtener una mayor cuota de mercado en el sector de la videoconferencia, donde Zoom , Cisco Webex y Skype de Microsoft se encuentran entre los líderes. Así, y tratando la compatibilidad entre sus diferentes servicios, los productos de Portal colaboran con los diferentes servicios de Facebook entre los que destacan las videollamadas de WhatsApp y Messenger, así como la plataforma de Workplace from Facebook con el objetivo de establecer un nuevo medio de comunicación entre las empresas y los miembros de esta (Rodríguez, 2019).

- Lanzamiento de Novi.

En 2019 Facebook renombraba su billetera digital, pasando de Calibra a Novi en un intento de destacar el nuevo camino (“novus via”) en el acceso de todas las personas al uso de las monedas digitales. De esta forma, Facebook pretende, al igual que en sus orígenes en la red social, que el acceso a los servicios financieros sea algo posible e igual para todos, donde el primer producto de la compañía está basado en la red de Libra, un sistema de pago basado en tecnología blockchain, donde los usuarios podrán enviar, recibir o retirar dinero de una manera inmediata (Marcus, 2020).

Esta diversificación en la cartera de productos, y a pesar de la polémica y sanción derivados del escándalo de Cambridge Analytica, reflejan en Facebook una alta rentabilidad gracias a sus márgenes netos y un volumen de negocio creciente, que junto con un margen de maniobra significativo, les permitirá continuar con su política de inversión y diversificación (MarketScreener, 2020).

Gráfico 6: Evolución del Beneficio por Acción y Dividendos en Facebook



Fuente: elaboración propia a través de los datos obtenidos de MarketScreener en su apartado de “Financials” acerca de Facebook (2020).

En relación con la remuneración a los inversores, Facebook destaca por ser otra compañía del sector TMT en no distribuir dividendos, o necesitar algunas décadas en llevarlo a cabo como Microsoft, Apple y Oracle (Bourgi, 2017). De esta forma, el indicador al efecto para ver el atractivo en el factor remuneratorio por parte de los inversores institucionales en una compañía con escaso nivel de decisión externo es el Beneficio por Acción. El BPA o EPS muestra un ligero crecimiento, pero constante, a lo largo de los años, que teniendo en cuenta las polémicas circunstancias en los últimos años, sorprende como la posición del rey de Mark Zuckerberg sigue produciendo un crecimiento significativo a pesar de las numerosas críticas en cuanto a su gestión.

Si bien esto es algo que ha generado diversas discusiones en los últimos años, la voluntad de establecer un proyecto a largo plazo, más allá de determinados intereses, queda reflejado del mismo modo en el Formulario S-1 de 1 de febrero de 2012 donde (Securities and Exchange Commission, 2012):

*“By focusing on our mission and building great services, we believe we will create the most value for our shareholders and partners over the long [...]. We don’t wake up in the morning with the primary goal of making money, but we understand that the best way to achieve our mission is to build a strong and valuable company.”*

(Centrándonos en nuestra misión y construyendo grandes servicios, creemos que crearemos el mayor valor para nuestros accionistas y socios a largo plazo [...]. No nos levantamos por la mañana con el objetivo principal de hacer dinero, pero entendemos que la mejor manera de lograr nuestra misión es construir una compañía fuerte y valiosa).

### **3.2.3. SNAPCHAT (SNAP INC.)**

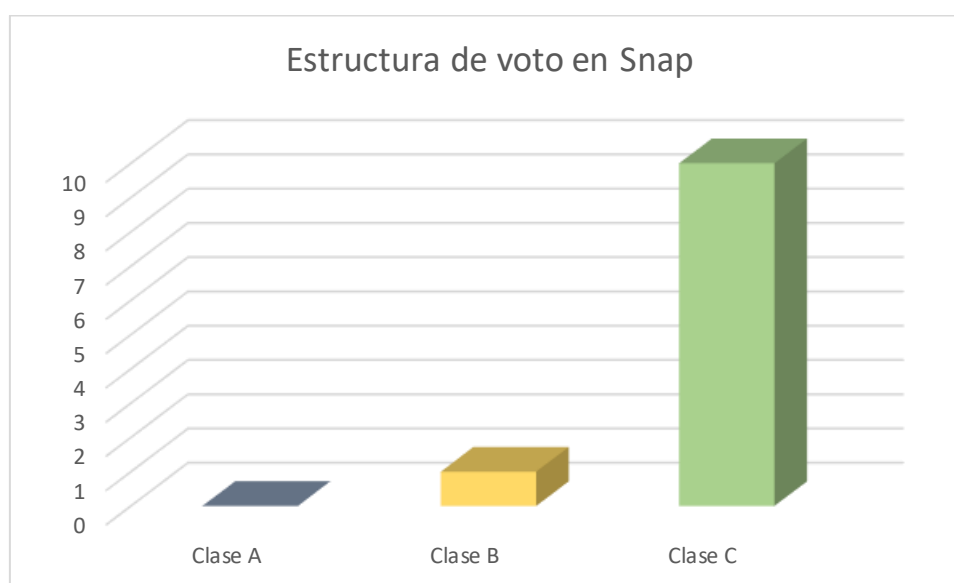
Snap Inc. es una “una compañía de cámaras” (Snap, 2020) de mensajería de imagen y video. Su origen se remonta al año 2011, cuando Evan Spiegel, Bobby Murphy y Reggie Brown, estudiantes de la Universidad de Stanford, utilizaron el proyecto realizado por Brown para una de sus clases para lanzar la aplicación conocida como Picaboo, cuya característica esencial era el carácter temporal de su contenido en línea (O’Connell, 2020). Sin embargo, tuvieron que cambiar el nombre, al que actualmente conocemos como Snapchat, debido a la existencia de una compañía de álbumes de fotos con el mismo nombre (Molloy, 2017).

Su éxito radica en la incorporación sucesiva de nuevas funciones, al incorporar las características de “Historias”, “Chats” y “Our Story”, con un gran atractivo para los jóvenes al establecer un medio de conversación fluido que no conlleva un historial de sus conversaciones, con más de 360 millones de usuarios mensuales en la actualidad (Omnicores, 2020), y que conseguía el 99% de sus ingresos en 2018 de la publicidad generalizada en la aplicación (O’Connell, 2020).

Con sus oficinas situadas en Santa Mónica (Snap, 2020), localización conocido como el nuevo Silicon Valley, Snapchat paso en 2016 a ser uno de los servicios de la holding Snap Inc. con el objeto de iniciar una diversificación en su cartera de productos en cuanto Facebook e Instagram empezaban a presentar características similares a sus productos, como consecuencia de su fallida adquisición en 2014 por 3.000 millones de dólares por el líder de Facebook (Molloy, 2017).

En 2017 llevó a cabo su OPV, logrando una financiación de 3.400 millones de dólares (Ruiz de Gauna, 2017), diferenciando entre tres tipos de acciones: las acciones Clase A, las acciones Clase B y las acciones Clase C (Council of Institutional Investor, 2019).

Gráfico 7: Estructura de Voto en Snap

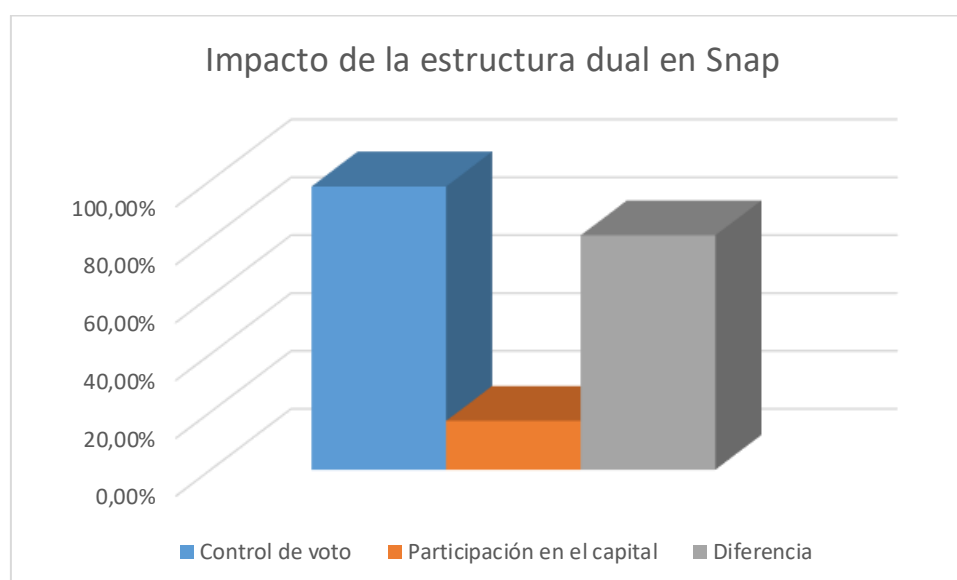


Fuente: elaboración propia a través de los datos del informe “Dual Class Companies List” de Council of Institutional Investor (2019).

Las acciones Clase A son aquellas que podrán ser adquiridas en la Bolsa de Nueva York pero que no incluyen ningún derecho a voto, mientras que las acciones Clase B y C permanecen reservadas. En el caso de las acciones Clase B, a los primeros inversores de la empresa y a los consejeros de esta con un derecho de voto por acción, mientras que las acciones Clase C otorgan diez votos por acción y son propiedad en exclusiva de sus cofundadores Evan Spiegel y Bobby Murphy (Wagner, 2017).

Así, y a pesar de que Murphy y Spiegel posean conjuntamente el 88,5% del poder de decisión de la compañía (Wagner, 2017), entre los principales accionistas tanto por número de acciones suscritas como por poder de voto, al poseer acciones de Clase B, destacan Tencent Holdings Limited con el 12,3% de su capital, T. Rowe Price Associates, Inc. y Vanguard Group, Inc. con cerca del 7% cada una (MarketScreener, 2020); y Imran Khan, conocido como la figura paternalista en la dirección de la red social desde su incorporación en 2015 y que se estima que posea cerca de 8 millones de acciones (Sherry, 2018).

*Gráfico 8: Impacto de la estructura dual en Snap*



Fuente: elaboración propia a través de los datos del informe “Dual Class Companies List” de Council of Institutional Investor (2019).

Respecto a su estructura organizativa, cabe destacar una de las primeras disputas por el reconocimiento en el desarrollo de la aplicación cuando Brown dejó la compañía en 2011. Para solucionar el conflicto fue compensado por más de 150 millones de dólares en 2014 (Molloy, 2017) reconociéndole oficialmente como cofundador de Snapchat (O’Connell, 2020).

Asimismo, y a diferencia de la estabilidad previamente mencionada en la dirección de Google y Facebook, Snap se ha visto gravemente afectado en los últimos años por diversos problemas en su estructura corporativa que han resultado en el abandono de la empresa casi todo el equipo directivo que impulsó su salida a bolsa. Esto es debido a consecuencia de un código de conducta desactualizado y diversas investigaciones en relación con la recopilación y uso de los datos de los usuarios, así como por la privacidad de los mismos, que han terminado produciendo caídas importantes en el precio de las acciones de Snap (Atkins, 2019).

Teniendo en cuenta tales circunstancias, y destacando de forma previa la adquisición de Bitstrips en 2016 por 64,2 millones de dólares (Lynley, 2017), las decisiones estratégicas más relevantes adoptadas por Snap Inc. desde su salida a bolsa en 2017 son (Snap, 2020):

- Anuncio de Snap Originals y Happening Now.

A finales de 2018 Snap Inc. anunciaba el lanzamiento de Snap Originals, expandiendo así los servicios prestados por la compañía con el objeto de desarrollar contenido televisivo para dispositivos móviles con colaboraciones en la actualidad como Disney, NBCUniversal, ViacomCBS, la NBA y la NFL (Snap, 2020). De esta forma, con una duración media de cinco minutos por capítulo, las marcas pueden promocionarse a través de breves anuncios no omisibles que supondrán una consolidación en los ingresos en Snapchat, donde los usuarios pueden interactuar de forma directa con el contenido y compartirlo (y promocionarlo) en sus redes (Snap, 2018).

Asimismo, y en base a nuevas colaboraciones con algunos de los medios periodísticos más prestigiosos como The Washington Post, Bloomberg o Reuters, Snap Inc. presentó en 2020 el servicio Happening Now con el objetivo de que los usuarios tengan un nuevo canal de información, directo y personalizado, de las últimas noticias (Snap, 2020).

- Lanzamiento de Spectacles 3.

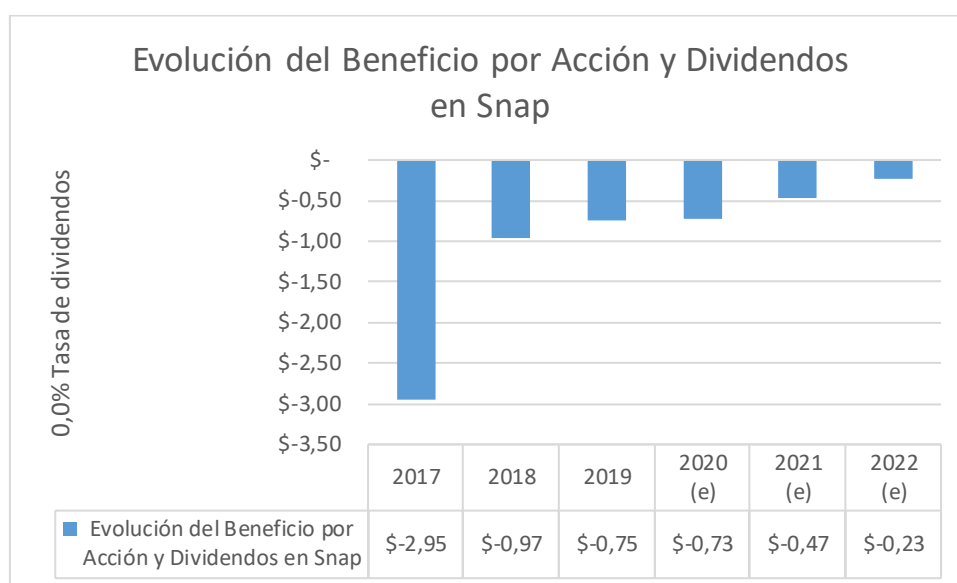
En desarrollo del producto originalmente lanzado al mercado en 2016, Snap Inc. presentó en 2019 una nueva versión de sus gafas de sol Spectacles con un precio de mercado de 380 dólares. Se trata de un producto de uso común pero que viene incorporado por dos cámaras HD cuyas instantáneas se transfieren directamente a la propia aplicación de Snapchat y permiten aumentar la creatividad con efectos en 3D (Snap, 2019). De esta forma, se persigue asimismo complementar la forma de grabar parte del contenido para Snap Originals con productos de la propia compañía y que encuentra mayor difusión con series documentales, por ejemplo, de Gucci (Snap, 2019).

- Desarrollo de la realidad aumentada.

Snapchat, con el objeto de reinventarse ante la fuerte competencia por parte Instagram y Facebook al haber incorporado similares características en sus servicios, está lanzando nuevas funcionalidades que posicionen a la aplicación como una herramienta adicional del día a día. De esta forma, está introduciendo, por ejemplo, funciones de escáner que permitan identificar de una manera rápida la calidad de los ingredientes de diversos alimentos envasados o la raza de perro o tipo de planta o árbol ante la que nos encontremos (Snap, 2020).



*Gráfico 9: Evolución del Beneficio por Acción y Dividendos en Snap*



Fuente: elaboración propia a través de los datos obtenidos de MarketScreener en su apartado de “financials” acerca de Snap (2020).

En cuanto a la retribución que reciben los inversores, dado su reciente salida a bolsa todavía no se han distribuido dividendos, aunque por el sector ante el que nos encontramos no parece que se de en el futuro más inmediato (Bourgi, 2017). En relación con el Beneficio por Acción de Snap cabe destacar que ha presentado, en base a las circunstancias previamente mencionadas, y por tratarse de los primeros años tras la salida a bolsa de una empresa del sector TMT, rendimientos negativos. Sin embargo, si tenemos en cuenta una posición a largo plazo, las estimaciones analizadas parecen indicar una situación financiera sólida beneficiada de un margen de maniobra significativo, el cual permitirá recuperar un rendimiento positivo en el BPA a través de las sucesivas inversiones que realice la compañía (MarketScreener, 2020).

De esta forma, a pesar de los primeros resultados obtenidos tras su salida a bolsa, los análisis parecen reflejar la recuperación en su situación financiera en escasamente unos años, por lo que parece resultar adecuado la adopción de la estructura dual por parte de sus fundadores al haberles permitido captar importantes sumas de financiación y mantener su posición de liderazgo y decisión al frente de la compañía. Como afirman en el Formulario S-1 de 2 de febrero de 2017 (Securities and Exchange Commission, 2017):

*“We frequently make decisions that may reduce our short-term revenue or profitability if we believe that the decisions benefit the aggregate user experience and will thereby improve our financial performance over the long term.”*

(Con frecuencia tomamos decisiones que pueden reducir nuestros ingresos o rentabilidad a corto plazo si creemos que las decisiones benefician la experiencia del usuario en su conjunto y, por lo tanto, mejorarán nuestro rendimiento financiero a largo plazo).

#### 4. CONCLUSIONES

El número de Ofertas Públicas de Venta llevadas a cabo en los últimos años en los mercados de valores en Estados Unidos parece demostrar una nueva tendencia en el sector TMT (“technology, media and telecom”): el auge de la estructura dual de acciones en las empresas tecnológicas.

De esta manera, las acciones que se emiten, donde se distinguen entre al menos dos grupos de acciones (las acciones Clase A y las acciones Clase B), otorgan diferentes derechos económicos y políticos creando una desproporcionalidad entre la capacidad de participar en la toma estratégica de decisiones y las aportaciones al capital social realizadas (normalmente con ratios de 10:1 en los derechos de voto por acción, aunque pueden ser mayores).

Es por ello por lo que, a pesar de proteger y promover la continuidad en la visión estratégica por los consejeros iniciales de estas empresas tecnológicas frente a las intromisiones externas e intereses cortoplacistas del mercado, ha surgido también en los últimos años un movimiento en contra de estas estructuras, principalmente por parte de los inversores institucionales, y que ha resultado por ejemplo en la prohibición por el S&P Dow Jones de incorporar nuevas empresas con este tipo de estructuras o en las limitaciones del FTSE Russell de excluir a todas las compañías cuyo capital flotante, es decir el porcentaje del total de acciones que es susceptible de ser negociado habitualmente en bolsa, constituya menos del 5% del poder de voto total.

Si bien este debate conlleva diferentes posiciones en función de que se adopte una de las dos corrientes principales de la gobernanza corporativa, la teoría de la agencia como movimiento en contra; y teoría de ‘stewardship’ como movimiento a favor, la estructura dual presenta los siguientes rasgos comunes en las tres empresas analizadas (Google, Facebook y Snapchat):

- Un origen universitario elitista, donde sus fundadores llevaron a cabo el proyecto empresarial cuando eran estudiantes con brillantes ideas innovadoras/transformadoras y una clara visión disruptiva de la futura estrategia, por lo que desde un comienzo establecieron restricciones a los agentes externos que pudieran intervenir en la futura toma de decisiones estratégicas.

- Una estabilidad en el equipo directivo en el caso de las empresas “clásicas duales”, que adoptaron más tempranamente esta estructura, solventando las dificultades externas; frente a Snapchat, donde casi todo el equipo que gestó su salida a bolsa ya no permanece en la empresa.
- Una Oferta Pública de Venta con cotizaciones ligeramente inferiores a las esperadas, consecuencia de la reacción del mercado a unas acciones que confieren un derecho de voto inferior o nulo en relación con el capital aportado y que, por tanto, resultan menos atractivas para los inversores externos.
- Unos fondos de maniobra sólidos, resultado de no establecer políticas basadas exclusivamente en oportunidades cortoplacistas, y que confiere la capacidad de continuar con la estrategia de inversión y diversificación en la cartera de productos o servicios.
- Una inexistencia en el pago de dividendos, práctica generalizada en el sector tecnológico, y que permite destinar los recursos propios de la empresa de una manera más eficiente en la creación de valor de la misma.
- Un Beneficio Por Acción (BPA) creciente a largo plazo, donde en los primeros años, por el menor atractivo y la correspondiente pérdida de financiación, supone unos rendimientos negativos; mientras que en una situación consolidada como Google o Facebook, a largo plazo, nos encontramos ante dos de las empresas cotizadas que mayores beneficios aportan a sus titulares.

En definitiva, y a pesar de no poder establecer, por limitaciones técnicas, unas características universales a todas las empresas que han adoptado la estructura dual en sus acciones, podemos señalar que el plan estratégico adoptado presenta unos objetivos corporativos con importantes elementos de desarrollo a largo plazo. De esta manera, a pesar de ser empresas extremadamente innovadoras (con el riesgo que ello supone para los accionistas), la posición del rey les permite a los fundadores y consejeros adaptar las decisiones más allá de los resultados financieros de un determinado trimestre.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

Amiguet, T. (2017). Facebook protagoniza la mayor salida a Bolsa de la historia de una empresa de internet. *La Vanguardia*. Visitado en: <https://www.lavanguardia.com/hemeroteca/20170518/422622147944/facebook-redes-sociales-bolsa.html>

Atkins, B. (2019). Corporate Culture Problems At Snap Inc.: What Should Its Board Do About It?. *Forbes*. Visitado en: <https://www.forbes.com/sites/betsyatkins/2019/02/19/corporate-culture-problems-at-snap-inc-what-should-their-board-do-about-it/#3c24142a57fb>

Bainbridge, S. (2017). Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective. *University of California, Los Angeles (UCLA) - School of Law*. Visitado en: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>

Barontini, R. y Capiro, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe.

Beata, G. y Boguslaw, K. (2015). Classical and modern concepts of corporate governance (Stewardship Theory and Agency Theory).

Bennedsen, M. y Nielsen, K. M. (2010). Incentive and entrenchment effects in European ownership.

Bentel, K. y Walter, G (2016). Dual Class Shares. Comparative Corporate Governance and Financial Regulation. *University of Pennsylvania Carey Law School*.

Bourgi, S. (2017). Why Doesn't Facebook Pay Dividends?. *Dividend*. Visitado en: <https://www.dividend.com/news/2017/12/22/why-doesnt-facebook-pay-dividend/>

Cadwalladr, C. y Graham-Harrison, E. (2018). Revealed: 50 million Facebook profiles harvested for Cambridge Analytica in major data breach. *The Guardian*. Visitado en: <https://www.theguardian.com/news/2018/mar/17/cambridge-analytica-facebook-influence-us-election>

Carey, S. (2016). What is a tech unicorn? Here's how the tech startup landscape is changing and why you should care. *Techworld*. Visitado en: <https://www.techworld.com/startups/what-is-tech-unicorn-3638723/>

Chamizo, H. (2019). Facebook se ha disparado un 385% desde su salida a bolsa: esto le puede esperar en el futuro. *Business Insider*. Visitado en: <https://www.businessinsider.es/espera-futuro-facebook-subir-bolsa-385-484643>

Chemmanur, T. J. y Jiao, Y. (2012). Dual class IPOs: A theoretical analysis.

Chen, J. (2019). Dual Class Stock. *Investopedia*. Visitado en: <https://www.investopedia.com/terms/d/dualclassstock.asp>

Cheng, X., Mpundu, H. y Wan, H (2019). Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms.

Chrisman, J. (2019). Stewardship Theory: Realism, Relevance, and Family Firm Governance. *Entrepreneurship Theory and Practice*. SAGE.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. Y Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings.

Clement, J. (2020). Number of monthly active Facebook users worldwide as of 1st quarter 2020 (in millions). *Statista*. Visitado en: <https://www.statista.com/statistics/264810/number-of-monthly-active-facebook-users-worldwide/#:~:text=How%20many%20users%20does%20Facebook, network%20ever%20to%20do%20so.>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2020). Clases de acciones y sus derechos. CNMV. Visitado en: <https://www.cnmv.es/Portal/inversor/Acciones.aspx>

Council of Institutional Investor (2019). Dual Class Companies List. Visitado en: <https://www.cii.org/files/FINAL%20format%20Dual%20Class%20List%209-27-19.pdf>

Daily, C. y Cannella, A. (2003). Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*.

Davila, D. (2020). Google's 6 Most Profitable Lines of Business (GOOGL). *Investopedia*. Visitado en: <https://www.investopedia.com/articles/markets/030416/googles-6-most-profitable-lines-business-googl.asp>

Davis, J. H., Schoorman, F. D. y Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management.

Deangelo, H. y Deangelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock.

Deutsch, A. L. (2020). WhatsApp: The Best Facebook Purchase Ever?. *Investopedia*. Visitado en: <https://www.investopedia.com/articles/investing/032515/whatsapp-best-facebook-purchase-ever.asp#:~:text=When%20Facebook%20announced%20its%20plans,billion%2C%20or%20%2455%20per%20user.>

Dimitrov, V. y Jain, P. C. (2006). Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns.

Facebook (2020). Who We Are. Company Info. Visitado en: <https://about.fb.com/company-info/>

Fattoum-Guedri, A., Delmar, F. y Wright, M. (2018). The best of both worlds: Can founder-CEOs overcome the rich versus King dilemma after IPO?

Faus, M. (2020). Acciones rescatables. *vLex*. Visitado en: <https://practico-sociedades.es/vid/acciones-rescatables-sociedad-oacute-66934063>

Fernández, J. (2004). Google reduce drásticamente el valor de su OPV ante la poca demanda. *El País*. Visitado en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2004/08/19/empresas/1092922780\\_850215.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2004/08/19/empresas/1092922780_850215.html)

Ferrer-Bonsoms & Sanjurjo (2020). Acciones sin voto en la empresa mercantil. Visitado en: <https://ferrer-bonsoms.com/acciones-sin-voto-empresa-mercantil>

Garrigues (2019). Guía de Negocios en España, 2019. Visitado en: <https://guidetobusinessinspain.com/anex2-el-sistema-financiero-espanol/anex2-3-mercados/>

Google (2020). De un garage al Googleplex. Visitado en: <https://about.google/our-story/>

Grossman, S. J. y Hart, O. D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control.

Hall, M. (2020). Facebook. *Britannica*. Visitado en: <https://www.britannica.com/topic/Facebook>

History (2019). Facebook launches. Visitado en: <https://www.history.com/this-day-in-history/facebook-launches-mark-zuckerberg>

Hosch, W.L. y Hall, M. (2020). Google Inc. *Britannica*. Visitado en: <https://www.britannica.com/topic/Google-Inc/Google-Earth>

IG (2020). Acciones preferentes (definición). Visitado en: <https://www.ig.com/es/glosario-trading/definicion-de-acciones-preferentes>

Investopedia (2019). Is Google a Good Investment? Visitado en: <https://www.investopedia.com/investing/google-good-investment/#differences-between-share-types>

Jarrell, G. y Poulsen, A. (1988). Dual-class recapitalizations as anti-takeover mechanisms.

Johnston, M. (2020). Top 5 Shareholders of Facebook. *Investopedia*. Visitado en: <https://www.investopedia.com/articles/insights/082216/top-9-shareholders-facebook-fb.asp>

Kenton, W. y Scott, G. (2020). SEC Form S-1 Definition. *Investopedia*. Visitado en: <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-s-1.asp>

Klausner, D. (2018). Dual class IPOs are on the rise: Tech unicorns jump on board this new trend. *PwC's Deals Blog*. Visitado en: <http://usblogs.pwc.com/deals/dual-class-ipos-are-on-the-rise-tech-unicorns-jump-on-board-this-new-trend/>

Larcker, D. F., Ormazabal, G. y Taylor, D. J. (2011). The market reaction to corporate governance regulation.

Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets.

López, A. (2017). Facemash, la red ilegal que se convirtió en Facebook. *Entrepreneur*. Visitado en: <https://www.entrepreneur.com/article/288398>

Lynley, M. (2017). Snap paid \$114.5M to acquire Vurb and gives acquisition details for Bitstrips and Looksery. *TechCrunch*. Visitado en: <https://techcrunch.com/2017/02/02/snap-paid-150-million-to-acquire-looksery-and-64-2-million-for-bitstrips/>



Marcus, D. (2020). Welcome to Novi. *Facebook*. Visitado en: <https://about.fb.com/news/2020/05/welcome-to-novi/>

MarketScreener (2020). ALPHABET INC. (GOOGL), Financials. Visitado en: <https://www.marketscreener.com/ALPHABET-INC-24203373/financials/>

MarketScreener (2020). ALPHABET INC. (GOOGL), Ratings. Visitado en: <https://www.marketscreener.com/ALPHABET-INC-24203373/ratings/>

MarketScreener (2020). FACEBOOK (FB), Financials. Visitado en: <https://www.marketscreener.com/FACEBOOK-10547141/financials/>

MarketScreener (2020). FACEBOOK (FB), Ratings. Visitado en: <https://www.marketscreener.com/FACEBOOK-10547141/ratings/>

MarketScreener (2020). SNAP INC. (SNAP), Financials. Visitado en: <https://www.marketscreener.com/SNAP-INC-34091150/financials/>

MarketScreener (2020). SNAP INC. (SNAP), Ratings. Visitado en: <https://www.marketscreener.com/SNAP-INC-34091150/ratings/>

Martínez, J.A. (2016). Endogeneidad, diferencia de medias y regresión. RICYDE. *Revista Internacional de Ciencias del Deporte*. Número 46.

Masulis, R. W., Wang, C. y Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies.

Meggison, W., Lucey, B. y Smart, S. (2008). Introduction to Corporate Finance.

Molloy, M. (2017). Who owns Snapchat and when was it created?. *The Telegraph*. Visitado en: <https://www.telegraph.co.uk/technology/0/owns-snapchat-created/>

Montaño, F. J. (2014). Auditoría de las áreas de la empresa.

Montoya, J. A. (2015). Por qué Google no necesita recurrir al pago de dividendo. *El Economista*. Visitado en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6908590/07/15/Por-que-Google-no-necesita-recurrir-al-pago-de-dividendo.html>

Nüesch, S. (2015). Dual-class shares, external financing need, and firm performance.

O'Connell, B. (2020). History of Snapchat: Timeline and Facts. *The Street*. Visitado en: <https://www.thestreet.com/technology/history-of-snapchat>

Omnicores (2020). Snapchat by the Numbers: Stats, Demographics & Fun Facts. Visitado en: <https://www.omnicoreagency.com/snapchat-statistics/>

Pozzi, S. (2019). Facebook pagará en EE UU una multa de 5.000 millones y deberá mejorar sus sistemas de protección de datos. *El País*. Visitado en: [https://elpais.com/economia/2019/07/24/actualidad/1563983967\\_275285.html](https://elpais.com/economia/2019/07/24/actualidad/1563983967_275285.html)

Reiff, N. (2020). The Top 5 Alphabet (Google) Shareholders. *Investopedia*. Visitado en: <https://www.investopedia.com/articles/markets/011516/top-5-google-shareholders-goog.asp>

Rodríguez, S. (2019). Facebook is bringing Portal video chat devices to the office, taking on Zoom and Skype. *CNBC*. Visitado en: <https://www.cnbc.com/2019/10/08/facebook-is-bringing-portal-to-businesses-through-workplace.html>

Ruiz de Gauna, C. (2017). Snapchat se dispara un 44% en su estreno en Wall Street. *Expansión*. Visitado en: <https://www.expansion.com/mercados/2017/03/01/58b73fd546163fe0198b45b1.html>

Securities and Exchange Commission (2004). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT Under The Securities Act of 1933. GOOGLE INC. Visitado en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>

Securities and Exchange Commission (2012). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT Under The Securities Act of 1933. FACEBOOK INC. Visitado en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm>

Securities and Exchange Commission (2017). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT Under The Securities Act of 1933. SNAP INC. Visitado en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216ds1.htm#toc>

Sherry, B. (2018). Top 3 Snap Inc. Shareholders. *Investopedia*. Visitado en: <https://www.investopedia.com/news/top-3-snap-inc-shareholders-snap/>

Snap (2018). Snap Launches Snap Originals Taking Mobile Storytelling to the Next Level with Its First Slate of Exclusive Scripted Shows and Docuseries. Visitado en: <https://investor.snap.com/news-releases/2018/10-10-2018-130016537>

Snap (2019). Snap Inc. and Harmony Korine Debut Short Film Shot on Spectacles 3 to Explore Storytelling in 3D. Visitado en: <https://investor.snap.com/news-releases/2019/12-05-2019-105908736>

Snap (2019). Snap Inc. Unveils Spectacles 3. Visitado en: <https://investor.snap.com/news-releases/2019/08-13-2019-140113627>

Snap (2020). Company Profile. Visitado en: <https://investor.snap.com/company-profile>

Snap (2020). News Releases. Visitado en: <https://investor.snap.com/news-releases/2020>

Snap (2020). Snap Inc. Announces New Camera and Augmented Reality Experiences. Visitado en: <https://investor.snap.com/news-releases/2020/06-11-2020-181519095>

Snap (2020). Snap Inc. Announces News Product ‘Happening Now’ and Major Content Deals; Reveals New Slate of Snap Originals. Visitado en: <https://investor.snap.com/news-releases/2020/06-11-2020-183019785>

Solomon, B. (2014). Facebook Buys Oculus, Virtual Reality Gaming Startup, For \$2 Billion. *Forbes*. Visitado en: <https://www.forbes.com/sites/briansolomon/2014/03/25/facebook-buys-oculus-virtual-reality-gaming-startup-for-2-billion/#2e42d6924984>

Stewart, E. (2018). Mark Zuckerberg is essentially untouchable at Facebook. *Vox*. Visitado en: <https://www.vox.com/technology/2018/11/19/18099011/mark-zuckerberg-facebook-stock-nyt-wsj>

The Wharton School (2004). Cómo afecta el sistema dual de acciones a los accionistas ordinarios. *University of Pennsylvania*. Visitado en: <https://www.knowledgeatwharton.com/es/article/como-afecta-el-sistema-dual-de-acciones-a-los-accionistas-ordinarios/>

Udland, M. (2016). Facebook has a new class structure and Mark Zuckerberg is still in control. *Business Insider*. Visitado en: <https://www.businessinsider.com/facebook-new-stock-structure-2016-4?IR=T>

Vázquez Burgillo, R. (2020). Acción ordinaria. *Economipedia*. Visitado en: <https://economipedia.com/definiciones/accion-ordinaria.html>

Villalonga, B. y Amit, R. (2009). How are U.S. family firms controlled?

Wagner, K. (2017). One way Snapchat's IPO will be unique: The shares won't come with voting rights. *Vox*. Visitado en: <https://www.vox.com/2017/2/21/14670314/snap-ipo-stock-voting-structure>

Wagner, K. (2018). Facebook is full of could-be CEOs — but no one ever leaves. *Vox*. Visitado en: <https://www.vox.com/2018/5/22/17340694/facebook-hiring-executive-management-team-mark-zuckerberg>