Universia Business Review
ISSN: 1698-5117
ubr@universia.net
Portal Universia S.A.
España

Santana-Martín, Domingo Javier
Los pactos parasociales en la Bolsa Española
Universia Business Review, núm. 28, 2010, pp. 46-61
Portal Universia S.A.
Madrid, España

Disponible en: http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=43315581003

Cómo citar el artículo
Número completo
Más información del artículo
Página de la revista en redalyc.org

Sistema de Información Científica
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

UNIVERSIA
BusinessReview

Los pactos parasociales en la Bolsa Española*

Shareholders Coalitions in Spain

Domingo Javier Santana-Martín[1]
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
jsantana@defc.ulpgc.es

1. INTRODUCCIÓN

El sistema de gobierno de las sociedades cotizadas en Europa Continental, y de España en particular, se caracteriza, entre otros elementos, por la elevada concentración de propiedad en manos de accionistas de referencia, entre los que predominan familias y entidades financieras, y el papel activo que asumen dichos propietarios en el control de la empresa (*e.g.*, Cuervo, 2002; Faccio y Lang, 2002). En este sentido, una parte de la literatura centrada en el estudio del gobierno corporativo ha analizado la presencia de otros accionistas significativos en la propiedad de las sociedades cotizadas, estudiando la posibilidad de que dichos inversores se alineen o controlen al principal accionista (*e.g.*, Crespí y Renneboog, 2003; Maury y Pajuste, 2005; Jara-Bertin, *et al.*, 2008). Para ello, se han utilizado diferentes indicadores, como la proporción de derechos de voto del segundo y tercer accionista respecto al primero, el índice de concentración de Herfindal o los valores de Shapley. Sin embargo, estos indicadores no recogen de forma directa si los accionistas de referencia coaligan sus participaciones en el capital con otros propietarios.

En España, los accionistas de las sociedades cotizadas pueden formar coaliciones, las cuales se pueden formalizar explícitamente a través de la celebración de pactos parasociales que deben ser públicos a partir de la entrada en vigor de la *Ley 26/2003, de 17 de julio, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*. Así, según se define en dicha norma, estos contratos son *"… pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condi-*

CÓDIGO JEL:
G34

Fecha de recepción y acuse de recibo: 17 de febrero de 2010. Fecha inicio proceso de evaluación: 26 de febrero de 2010. Fecha primera evaluación: 8 de abril de 2010. Fecha de aceptación: 6 de julio de 2010.

RESUMEN DEL ARTÍCULO

A pesar del esfuerzo realizado por parte de las instituciones e investigadores españoles por conocer el nivel de utilización de los distintos mecanismos de gobierno de las empresas cotizadas, aun existen instrumentos poco conocidos de este sistema. En este sentido, este trabajo analiza la presencia de pactos parasociales en el mercado bursátil español en el periodo 2003-2009. Los resultados muestran la celebración de estos contratos en aproximadamente una de cada cuatro sociedades cotizadas, vinculándose en dichos acuerdos en torno al 42% de los derechos de voto. Además, los resultados obtenidos revelan una mayor presencia de pactos parasociales en las empresas de mayor capitalización, en las de mayor concentración de propiedad, en las que no adoptan medidas estatutarias de blindaje y en las controladas a través de estructuras piramidales.

EXECUTIVE SUMMARY

Spanish institutions and researchers have made a great effort to know the level of use of governance mechanisms of listed companies. However, there are still little known areas of this system. In this sense, the work analyzes the presence of shareholders coalitions in the Spanish stock market in the period 2003-2009. The results show the presence of these contracts in about one in four listed companies, linking to such agreements at around 42% of the voting rights. Moreover, the results show a greater presence of shareholders coalitions in large-cap companies, in the greater concentration of ownership companies, in firms without defensive measures and in the pyramid structures.

cionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas". De esta forma, los accionistas que suscriben dichos pactos limitan voluntariamente su sentido de voto o la transmisibilidad de su paquete de acciones.

Desde un punto de vista teórico, estos pactos pueden tener dos justificaciones excluyentes. En un primer escenario, ante la presencia de un conflicto de agencia entre el propietario controlador y los accionistas minoritarios, dicho propietario controlador puede establecer coaliciones con otros accionistas significativos con el fin de aumentar la eficacia del control de su actuación. Así, la reducción de los conflictos de agencia que puede proporcionar el pacto parasocial incide en un aumento del valor de la empresa, y por ello, del valor de la participación del accionista controlador. En esta línea, Winton (1993) argumenta que el control en manos de unos pocos accionistas reduce los problemas de *free rider*, así como otros costes de cooperación. Estos accionistas significativos pueden controlar al principal accionista a través del pacto, ya que al contrario de lo que ocurre con los propietarios minoritarios, su nivel de participación en el capital les proporcionan los incentivos y la habilidad para controlar la actuación del principal accionista (*e.g.*, Pagano y Röell, 1998; Bolton y Von Thaden, 1998). Por el contrario, en un segundo escenario, se pueden celebrar pactos parasociales con el objeto de extraer beneficios privados a favor de los firmantes de dicho contrato (*e.g.*, Zwiebel, 1995; Bennedsen y Wolfenzon, 2000; Gomes y Novaes, 2001). En este escenario, existen incentivos a celebrar el pacto siempre que a través de una coalición se logren mayores beneficios privados o se obtengan de manera más eficiente y, además, que dichos beneficios sean divisibles entre los firmantes del pacto.

"... pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas"

La celebración de pactos parasociales en el contexto español es un aspecto cuya evolución en el tiempo no ha sido analizada. De este modo, el objetivo del trabajo es describir el nivel de utilización de estos contratos en las sociedades cotizadas en España en el periodo 2003-2009. Así, los datos aportados pueden ser relevantes para los dirigentes de dichas compañías, ya que ofrecen una imagen global de la utilización de unos contratos que pueden tomar una especial notoriedad ante la entrada en vigor en el año 2011 de la legislación que elimina la adopción de medidas de blindaje en los estatutos sociales de las empresas cotizadas.

Así mismo, el trabajo pretende establecer un punto de partida para futuras investigaciones en las que, entre otros aspectos, se analicen los efectos de los pactos parasociales en el comportamiento de las empresas y los factores corporativos que pueden determinar la celebración de dichos contratos. Por tanto, este trabajo pretende abrir nuevos interrogantes sobre el gobierno de las sociedades cotizadas en España, cuyas respuestas permitan un mejor conocimiento sobre su configuración y eficacia como sistema de control de la actuación de los agentes que controlan el proceso de toma de decisiones.

PALABRAS CLAVE
Pactos parasociales, accionistas significativos, empresa familiar, blindaje, pirámides

KEY WORDS
Shareholders coalitions, large shareholders, family firm, defensive measures, pyramids

2. UN ESTUDIO EN LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS COTIZADAS

La realización del trabajo empírico se basa en el estudio de las 107 sociedades no financieras cotizadas en el Mercado Continuo español a finales de 2009. De esta forma, se analiza la presencia de pactos parasociales en dichas empresas entre los años 2003 y 2009[1]. La elección del año 2003 como punto de partida se justifica por la entrada en vigor de la Ley 26/2003 en la que se establece la obligatoriedad de hacer públicos los pactos parasociales por parte de las empresas cotizadas en España. Para determinar si en una empresa existe un pacto parasocial y analizar el contenido del mismo, se ha utilizado como fuente de información la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Así, en el trabajo se analizan dos aspectos básicos de los pactos parasociales. En primer lugar, el tipo de pacto, es decir, si regula el sentido del voto, la transmisión de las acciones o ambos aspectos simultáneamente. En segundo lugar, se analiza el porcentaje de derechos de voto contenido en el pacto parasocial. En este sentido, se han analizado las cadenas de control para cuantificar los derechos de voto de cada accionista vinculado al pacto (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002).

Además, la presencia de pactos parasociales se analiza para el conjunto de empresas, así como clasificando las mismas en función de una serie de características económicas y de gobierno corporativo. De este modo, se agrupan las empresas en función de su capitalización, con el objeto de analizar la presencia de pactos parasociales en función de una variable que puede determinar, entre otros aspectos, los conflictos de agencia entre agentes internos y externos o el grado de relevancia en los mercados bursátiles de carácter

nacional e internacional. Por otro lado, se clasifican las empresas en función de dos características de su estructura de propiedad, el nivel de concentración de propiedad en manos del principal accionista y el carácter familiar de dicho propietario. Estas variables se utilizan como criterio de clasificación debido al peso significativo en nuestro contexto de empresas de propiedad concentrada y del control familiar (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006). Por último, se clasifican las empresas en función de la utilización de dos instrumentos que, al igual que ocurre con los pactos parasociales, distorsionan la relación una acción-un voto, la adopción de medidas estatutarias de blindaje y el control de la empresa a través de una estructura piramidal. Para determinar si existe una relación estadísticamente significativa entre la celebración de pactos parasociales y las distintas variables analizadas se han utilizado estadísticos chi-cuadrado.

3. LOS PACTOS PARASOCIALES EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

En relación con el nivel de utilización de los pactos parasociales entre las empresas cotizadas españolas, en la **tabla 1** se observa una tendencia creciente en la celebración de este tipo de contratos. Así, a finales del año 2009, en aproximadamente una de cada cuatro empresas cotizadas los grandes accionistas utilizan este tipo de contratos para dirigir su actuación en el control de la em-

Tabla 1. **Pactos parasociales en las empresas cotizadas españolas**

	2003	2005	2007	2009
Porcentaje empresas con pactos parasociales	16.05	20.45	29.25	27.10
Porcentaje de voto del pacto	44.96	41.09	43.06	39.51
Nº empresas cotizadas analizadas	81	88	106	107
Tipo de pacto parasocial[a]				
Regulan el derecho de voto	53.85	50	45.17	37.93
Limitan la transmisión de acciones	7.69	16.67	19.35	13.79
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	38.46	33.33	35.48	48.28

[a]Porcentaje sobre empresas con pacto parasocial.

presa. Estos pactos vinculan alrededor del 42% de los derechos de voto, apreciándose una tendencia decreciente en el nivel de participación de los accionistas que se coaligan formalmente a través de estos contratos[2]. En referencia al tipo de pacto parasocial utilizado, se observa que mientras en el año 2003 eran los acuerdos que regulan el ejercicio del derecho de voto los más celebrados, en los años posteriores ganan importancia los contratos que limitan la transmisión de las acciones y los que regulan ambos aspectos, para finalizar el año 2009 en el que cerca de la mitad de los pactos regulan simultáneamente el sentido del voto y la transmisión de las acciones.

• Tamaño

La dimensión de la empresa es una de las principales características económicas que influye en el nivel y tipología de los conflictos de agencia a los que deben hacer frente las sociedades cotizadas. Así, para analizar los pactos parasociales en función del tamaño se ha utilizado la capitalización, de manera que se separa las sociedades de mayor y menor dimensión a través de su mediana. De esta forma, en la **tabla 2** el estadístico chi-cuadrado muestra una asociación estadísticamente significativa entre la celebración de pactos parasociales y tamaño. Así, en las empresas de mayor dimensión la presencia de dichos contratos prácticamente se duplica en relación con las empresas de menor dimensión. En el mismo sentido, se observa un mayor porcentaje de derechos de voto de los accionistas que se coaligan en las empresas de mayor dimensión, aunque las diferencias con las empresas de menor tamaño no alcanzan el diferencial antes comentado.

En cuanto al tipo de pacto parasocial utilizado, el estadístico chi-cuadrado refleja que no existe una relación estadísticamente significativa entre dimensión y tipo de pacto. Así, en las sociedades de mayor tamaño no se encuentra una tendencia definida, ya que en los años 2003 y 2009 son los pactos que regulan simultáneamente el voto y la transmisión de acciones los más celebrados, mientras que en los años intermedios destacan los pactos que regulan el sentido del voto de los accionistas coaligados. Sin embargo, en las sociedades cotizadas de menor dimensión, existe una tendencia que muestra una reducción del peso de los pactos que regulan el voto, a favor de otros tipos de coalición, y especialmente, de los pactos que regulan de forma simultánea voto y transmisión de ac-

ciones. De esta forma, en el año 2009, pondera en mayor medida los pactos parasociales que regulan ambos aspectos con independencia de la dimensión de la empresa.

Tabla 2. **Tamaño de las empresas y pactos parasociales**

	2003	2005	2007	2009
EMPRESAS MAYOR TAMAÑO[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	20	27.27	43.4	35.85
Porcentaje de voto del pacto	46.92	46.50	48.05	44.72
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	25	50	43.48	42.11
Limitan la transmisión de acciones	12.5	16.67	21.74	5.26
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	62.5	33.33	34.78	52.63
EMPRESAS MENOR TAMAÑO[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	12.2	13.64	15.09	18.17
Porcentaje de voto del pacto	41.82	30.26	28.74	29.62
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	100	50	50	30
Limitan la transmisión de acciones	0	16.67	12.5	30
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	0	33.33	37.5	40
Relación entre pactos parasociales y tamaño	χ^2=23.03***			
Relación entre tipo de pacto parasocial y tamaño	χ^2=0.79			

[a]Para distinguir las empresas de mayor y menor tamaño se ha utilizado la mediana de la capitalización a 31 de diciembre de cada año.

[b]Porcentaje sobre empresas con pacto parasocial.

***,**,* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

• Concentración de propiedad

En el mercado español, al igual que en la mayoría de los países de Europa Continental, la presencia de accionistas controladores es una norma en el esquema de gobierno de las sociedades cotizadas (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar 2006). Estos accionistas, fundamentalmente familias fundadoras y entidades financieras, poseen un nivel de participación en los derechos de voto que les otorga los incentivos y la habilidad para influir en el sistema de gobierno. En esta línea, se han clasificado las em-

presas en función del nivel de concentración de derechos de voto en manos del principal accionista. En la **tabla 3**, se observa que existe una relación estadísticamente significativa entre concentración de propiedad y la presencia y tipo de pacto parasocial celebrado. Así, los grandes accionistas de las empresas con estructuras de propiedad más concentradas utilizan en mayor medida los pactos parasociales (en torno a 10 puntos porcentuales). En este sentido, destaca el diferencial que existe entre los derechos de voto que, en términos medios, se encuentran vinculados en los pactos parasociales en ambos grupos de empresas. Así, en las empresas de mayor concentración estos derechos de control no sólo duplican los vinculados en los pactos de las empresas de menor concentración, sino además, superan en todos los años el 50% del capital.

Tabla 3. **Concentración de propiedad y pactos parasociales**

	2003	2005	2007	2009
EMPRESAS CON ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD MÁS CONCENTRADA[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	22.5	25	35.85	32.69
Porcentaje de voto del pacto	55.29	53.65	55.39	51.18
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	55.56	45.45	42.11	35.29
Limitan la transmisión de acciones	11.11	27.27	26.32	17.65
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	33.33	27.27	31.58	47.06
EMPRESAS CON ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD MENOS CONCENTRADA[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	9.76	15.91	22.64	21.82
Porcentaje de voto del pacto	21.71	21.36	23.54	22.99
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	50	57.14	50	41.67
Limitan la transmisión de acciones	0	0	8.33	8.33
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	50	42.86	41.67	50
Relación entre pactos parasociales y concentración de propiedad	χ^2=9.19***			
Relación entre tipo de pacto parasocial y concentración de propiedad	χ^2=4.61*			

[a]Para distinguir las empresas de mayor y menor concentración de propiedad se ha utilizado la mediana del nivel de derechos de voto en manos del principal accionista a 31 de diciembre de cada año.

[b]Porcentaje sobre empresas con pacto parasocial.

***,**,* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En referencia al tipo de pacto utilizado, se observa que en las empresas de mayor concentración de propiedad, los contratos que regulan el derecho de voto han perdido peso a favor, fundamentalmente, de los que regulan de forma simultánea voto y transmisión. Sin embargo, en las sociedades con una menor concentración de derechos de voto en manos del principal accionista, la reducción del peso de los pactos que regulan únicamente el voto ha favorecido a los contratos que limitan la transmisión de las acciones, aunque la ponderación de éstos últimos es muy inferior a la que muestran las empresas con mayor concentración de propiedad.

• Empresa familiar

No existen diferencias estadísticamente significativas entre empresas familiares y no familiares en cuanto a la presencia de pactos parasociales, pero sí en relación con el tipo de pacto. Así, en las familiares se aprecia un mayor peso de los contratos que limitan la transmisión de las acciones y de aquellos que regulan de forma simultánea voto y transmisión.

La relevancia de las estructuras de propiedad concentradas en los países de Europa Continental y el peso de las familias como propietarios controladores ha propiciado la importancia del análisis de la incidencia en los mecanismos de gobierno de las sociedades controladas por grupos familiares. En este sentido, se han dividido las empresas en función del carácter familiar del principal accionista. Así, se clasifica a una empresa como familiar cuando dicho propietario es un individuo o familia y su porcentaje de derechos de voto es igual o superior al 10%. De este modo, en la **tabla 4,** se observa que no existen diferencias estadísticamente significativas en cuanto a la presencia de pactos parasociales entre las empresas familiares y no familiares. Así, se celebran en mayor medida dichos contratos en las empresas familiares entre los años 2003 y 2005 para cambiar dicha posición desde el año 2007. No obstante, sí existen diferencias estadísticamente significativas en relación con el tipo de pacto parasocial suscrito. De esta forma, en las empresas familiares la regulación del sentido del voto ha perdido peso a favor de la limitación en la transmisión de las acciones y, fundamentalmente, de los pactos en los que se regulan de manera simultánea voto y transmisión. Sin embargo, en las empresas no familiares son los pactos que regulan el sentido del voto los que ponderan en mayor medida a lo largo del periodo analizado.

Tabla 4. **Empresa familiar y pactos parasociales**

	2003	2005	2007	2009
EMPRESAS FAMILIARES[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	17.02	21.05	27.38	24.39
Porcentaje de voto del pacto	50.49	46.31	47.70	41.29
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	62.5	41.67	39.13	30
Limitan la transmisión de acciones	0	16.67	17.39	15
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	37.5	41.67	43.48	55
EMPRESAS NO FAMILIARES[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	14.71	19.35	36.36	36
Porcentaje de voto del pacto	36.12	30.66	29.73	35.58
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	40	66.67	62.5	55.56
Limitan la transmisión de acciones	20	16.67	25	11.11
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	40	16.67	12.5	33.33
Relación entre pactos parasociales y empresa familiar	χ^2=0.79			
Relación entre tipo de pacto parasocial y empresa familiar	χ^2=7.61**			

[a]Se clasifica a una empresa como familiar cuando el principal accionista es un individuo o familia y su porcentaje de derechos de voto igual o superior al 10%.

[b]Porcentaje sobre empresas con pacto parasocial.

***,**,* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

• Empresas blindadas

La celebración de pactos parasociales puede asimilarse a las medidas defensivas, ya que la presencia de una coalición de accionistas significativos puede limitar la disciplina del mercado de control corporativo. En este sentido, se han clasificado las empresas en función de la adopción de disposiciones estatutarias de blindaje. Para ello, se han analizado los estatutos de las sociedades en cada uno de los años del periodo 2003-2009. Los resultados que se muestran en la **tabla 5** reflejan que el blindaje se relaciona de forma estadísticamente significativa con la presencia y el tipo de pacto parasocial celebrado. De este modo, se observa un mayor uso de dichos contratos en las sociedades que no adoptan medidas defensivas en sus estatutos sociales, si bien destaca la evolución

creciente de este tipo de coaliciones en las empresas que no han adoptado medidas defensivas. En referencia al tipo de pacto parasocial celebrado en ambos grupos, mientras que en las empresas blindadas son los contratos que regulan el voto los que poseen una mayor ponderación, en las empresas que no adoptan medidas estatutarias de blindaje destaca el peso creciente de los pactos que regulan voto y transmisión de acciones simultáneamente.

Tabla 5. **Empresas blindadas y pactos parasociales**

	2003	2005	2007	2009
EMPRESAS BLINDADAS[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	9.09	15.15	20	26.67
Porcentaje de voto del pacto	34.31	34.76	46.41	29.95
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	66.67	60	50	62.5
Limitan la transmisión de acciones	0	40	50	37.5
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	33.33	0	0	0
EMPRESAS NO BLINDADAS[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	20.83	23.64	32.89	27.27
Porcentaje de voto del pacto	48.15	43.53	42.26	43.16
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	50	46.15	44	28.57
Limitan la transmisión de acciones	10	7.69	12	4.76
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	40	46.16	44	66.67
Relación entre pactos parasociales y blindaje	χ^2=7.61***			
Relación entre tipo de pacto parasocial y blindaje	χ^2=26.20***			

[a]Se clasifica a una empresa como blindada cuando en sus estatutos sociales se adopta al menos una medida defensiva.

[b]Porcentaje sobre empresas con pacto parasocial.

***,**,* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

• Estructuras piramidales

Por último, se han clasificado las empresas en función de su control a través de una estructura piramidal. El análisis de dichas estructuras viene determinado por la importancia que toman en nuestro entorno las pirámides como un instrumento que permite a los

accionistas controladores separar sus derechos de voto y *cash flow*. Esta divergencia puede incentivar la presencia de actuaciones expropiatorias por parte de los accionistas controladores y reducir la disciplina del mercado de de control corporativo. De este modo, existe una estructura piramidal cuando el principal accionista ejerce el control a través de una sucesión de empresas que le permite poseer mayores derechos de voto que de *cash flow*. Así, en la **tabla 6**, el estadístico chi-cuadrado muestra una relación estadísticamente significativa entre la utilización de estructuras piramidales y la presencia y el tipo de pacto parasocial. De esta forma, se observa que en las estructuras piramidales se celebran en mayor medida los pactos parasociales, si bien en las empresas que no se encuen-

Tabla 6. **Estructuras piramidales y pactos parasociales**

	2003	2005	2007	2009
ESTRUCTURAS PIRAMIDALES[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	24	28.13	34.55	28.33
Porcentaje de voto del pacto	39.36	40.42	46.45	40.34
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	50	44.44	47.37	47.06
Limitan la transmisión de acciones	16.67	33.33	26.32	17.65
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	33.33	22.22	26.32	35.29
ESTRUCTURAS NO PIRAMIDALES[a]				
Porcentaje empresas con pactos parasociales	12.5	16.07	23.53	25.53
Porcentaje de voto del pacto	49.76	41.76	37.7	38.35
Tipo de pacto parasocial[b]				
Regulan el derecho de voto	57.14	55.56	41.67	25
Limitan la transmisión de acciones	0	0	8.33	8.33
Regulan el derecho de voto y limitan la transmisión de acciones	42.86	44.44	50	66.67
Relación entre pactos parasociales y pirámides	χ^2=8.99***			
Relación entre tipo de pacto parasocial y pirámides	χ^2=10.58***			

[a]Una empresa está controlada a través de una estructura piramidal cuando el principal accionista la controla a través de una sucesión de empresas que le permite poseer mayores derechos de voto que de *cash flow*.

[b]Porcentaje sobre empresas con pacto parasocial.

***,**,* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

tran controladas a través de una pirámide se muestra una evolución creciente del uso de este tipo de coaliciones. En referencia al tipo de pacto celebrado, mientras que en las estructuras piramidales los datos reflejan una mayor ponderación de los contratos que regulan el voto, en las estructuras no piramidales se muestra un mayor peso de estos pactos en los años 2003-2005, dando lugar a una mayor utilización de los contratos que regulan de forma simultánea el voto y la transmisión de acciones a partir del año 2007.

4. CONCLUSIONES. NUEVOS INTERROGANTES DEL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS EN ESPAÑA

A pesar de que en el contexto español ha aumentado el nivel de transparencia y conocimiento del grado de utilización e incidencia en el comportamiento de los distintos mecanismos de gobierno corporativo, siguen existiendo instrumentos de control que, hasta el momento, no han sido analizados en dicho entorno. En este sentido, este trabajo trata de rellenar un hueco en el conocimiento del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas en España, al analizar el grado de utilización de los pactos parasociales celebrados por los accionistas significativos que, por su nivel de participación y estabilidad en el capital de la empresa, tienen los incentivos y la habilidad para influir en la actuación de los agentes que controlan el proceso de toma de decisiones. Para ello, se han analizado los pactos parasociales en el periodo 2003-2009 de las 107 empresas no financieras que cotizaban en el mercado continuo español a finales de 2009.

Así, los resultados obtenidos muestran que la celebración de pactos parasociales sigue una evolución creciente, de manera que aproximadamente en una de cada cuatro empresas cotizadas los accionistas de referencia se coaligan a través de pactos. En dichos contratos, se encuentran vinculados en torno al 42% de los derechos de voto. Además, es creciente la celebración de pactos que recogen de manera simultánea la regulación del sentido del voto y la limitación de la transmisión de las acciones. Estos resultados son comparables con los obtenidos por Gianfrate (2007) en los que se muestra que un tercio de las sociedades cotizadas en Italia presentan pactos entre accionistas significativos, con una media del 53.44% de los derechos de voto vinculados a dichos contratos. De este modo, los pactos parasociales pueden surgir en nuestro entorno como instrumentos que incidan de manera relevante en la

relación de agencia *accionistas minoritarios vs accionistas de referencia-directivos*. En este sentido, la regulación del voto de los accionistas vinculados al pacto, junto con la limitación de la transmisión de acciones entre dichos propietarios, parece apuntar que estos contratos pueden reducir la disciplina que ejercen otros mecanismos de gobierno.

Los datos ofrecidos en este estudio revelan que en las empresas de mayor capitalización se duplica el uso de pactos parasociales en relación con las sociedades de menor tamaño. Este resultado puede ser consecuencia de la dificultad de un único inversor para influir en una sociedad de elevada capitalización, debido a la cuantía de la inversión a realizar. De este modo, la celebración de este tipo de contratos facilita a un grupo de propietarios con intereses comunes incidir en el comportamiento de la empresa. Además, este resultado intensifica la relevancia del estudio de este mecanismo de gobierno, ya que dichos contratos son celebrados por los accionistas de aquellas sociedades que tienen un mayor peso en la evolución del mercado bursátil español y una mayor notoriedad internacional.

Además, los datos aportados en el estudio abren el camino para analizar la relación de los pactos parasociales con otros instrumentos de control. Así, se muestra que los accionistas de las sociedades de mayor concentración de propiedad celebran en mayor medida este tipo de contratos, vinculándose en torno al 50% de los derechos de voto. Esto supone un elevado nivel de control por parte de los propietarios coaligados, ya que al vincular sus participaciones logran alcanzar la mayoría del capital social. En este sentido, en este grupo de empresas, el pacto parasocial permite que dichos accionistas posean un poder absoluto en la empresa, sin que individualmente asuman en su totalidad las consecuencias económicas de sus decisiones. Este hecho implica que el pacto pueda ser analizado como una medida de blindaje, ya que permite a los accionistas coaligados dificultar la disciplina del mercado de control corporativo.

En referencia a la relación empresa familiar-pactos parasociales, los datos muestran que no existen diferencias estadísticamente significativas entre empresas familiares y no familiares en cuanto a la presencia de pactos parasociales, pero sí en relación con el tipo de pacto. Así, en las familiares se aprecia un mayor peso de los contratos que limitan la transmisión de las acciones y de aquellos que

regulan de forma simultánea voto y transmisión. Sin embargo, en las no familiares se celebran en mayor medida los pactos que regulan únicamente el voto. Estos resultados apuntan que la naturaleza del accionista controlador puede influir en el papel del pacto en el sistema de gobierno. En este sentido, los datos parecen señalar que en las empresas familiares estos contratos cumplen la función de garantizar el control familiar en la empresa, mientras que en las no familiares es la regulación del sentido del voto lo que justifica, de forma fundamental, la celebración de este tipo de contratos.

Otro aspecto analizado en el estudio ha sido la posible relación entre pactos parasociales y otras medidas que pueden limitar la disciplina del mercado de control corporativo. En este sentido, los datos revelan una mayor presencia de pactos parasociales en las empresas que no adoptan en sus estatutos sociales medidas de blindaje. Este hecho apunta un posible efecto sustitución entre medidas estatutarias defensivas y pactos parasociales. En esta línea, la evolución creciente de dichos contratos ha coincidido con la disminución de las medidas de blindaje contenidas en los estatutos de las sociedades cotizadas en España (Santana y Aguiar, 2007). Sin embargo, los resultados muestran un posible efecto complementario en la relación estructuras piramidales-pactos parasociales, ya que los datos reflejan una mayor presencia de estos contratos cuando la sociedad se controla a través de una estructura piramidal.

De este modo, los datos aportados en este trabajo, junto con los cambios legislativos que eliminan las medidas estatutarias defensivas, incentivan seguir profundizando en el conocimiento de los pactos parasociales como mecanismo de gobierno corporativo. En esta línea, los resultados ofrecidos apuntan que en nuestro entorno puede ser necesaria, no sólo la obligatoriedad de la publicidad de estos contratos, sino además, la inclusión de recomendaciones de buen gobierno relacionadas directamente con este mecanismo que permitan una mayor protección de los intereses de los accionistas minoritarios. En este sentido, puede ser apropiado aumentar los niveles de transparencia de estos contratos estableciendo la información mínima que debería ser contemplada en el informe de gobierno corporativo, de tal forma que se facilite a los accionistas externos la comprensión de los objetivos que se pretenden alcanzar con la celebración de los pactos parasociales.

BIBLIOGRAFÍA

Bennedsen, M. y Wolfenzon, D. (2000) “The balance of power in closely held corporations”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, p. 113–139.
Bolton, P. y Von Thaden, E.-L. (1998) “Blocks, liquidity and corporate control”. *Journal of Finance*, Vol. 53, p. 1–25.
Claessens, S.; Djankov, S. y Lang, L. (2000) “The separation of ownership and control in East Asian corporations”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, p. 81-112.
Crespí-Cladera, R. y Renneboog, L. (2003) Corporate monitoring by shareholder coalitions in UK. *European Corporate Governance Institute*, Working Paper 12.
Cuervo, A. (2002) “Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, p. 84-93.
Faccio, L. y Lang, L. (2002) “The ultimate ownership of Western European corporations”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, p. 365-395.
Gianfrate, G. (2007) “What Do Shareholders’ Coalitions Really Want? Evidence from Italian voting trusts”. *Corporate Governance: An International Review,* Vol. 15, p. 122-132.
Gomes, A. y Novaes, W. (2001) “Sharing of control as a corporate governance mechanism”. PIER Working paper 01-029, University of Pennsylvania Law School.
Jara-Bertin, M.; López-Iturriaga, F. y López-de-Foronda, Ó. (2008) “The Contest to Control in European Family Firms: How other shareholders affect firm value”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, p. 146-159.
La Porta, R.; López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999) “Corporate ownership around the world”. *Journal of Finance*, Vol. 54, p. 471-517.
Maury, B. y Pajuste, A. (2005) “Multiple large shareholders and firm value”. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, p. 1813-1834.
Pagano, M. y Roëll, A. (1998) “The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol, 113, p. 187–226.
Santana Martín, D.J. y Aguiar Díaz, I. (2006) “El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, Vol. 26, p. 47-72.
Santana Martín, D.J. y Aguiar Díaz, I. (2007) “Una década de blindaje en España. 1996-2005”. Comisión Nacional del Mercado de Valores, monografía nº 22.
Winton, A. (1993) “Limitation of liability and the ownership structure of the firm”. *Journal of Finance*, Vol. 48, p. 487–512.
Zwiebel, J. (1995) “Block investment and partial benefits of corporate control”. *Review of Economic Studies*, Vol. 62, p. 161–185.

NOTAS

* El autor agradece las sugerencias y comentarios realizados por los evaluadores anónimos. Todos los posibles errores son únicamente responsabilidad del autor.
1. Autor de contacto: Departamento de Economía Financiera y Contabilidad; Universidad de Las Palmas de Gran Canaria; Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Campus de Tafira; 35017-Las Palmas de Gran Canaria (España).
2. El análisis se realiza para cada uno de los años del periodo 2003-2009, aunque se presentan únicamente los años impares con el objeto de aumentar la claridad de los datos aportados.
3. Los pactos parasociales celebrados en España se caracterizan por tener una duración entre dos y tres años y pueden ser renovados. En este sentido, según los datos aportados por Gianfrate (2007), no difieren de los pactos celebrados en las empresas cotizadas italianas.