



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

EL ACTIVISMO ACCIONARIAL

Trabajo de fin de grado

Autor: Cristina Medem Rubio

Curso: 5º E3C

Derecho Mercantil

Tutor: Jaime de San Román Diego

Madrid

JUNIO 2020

ÍNDICE

1.	ABREVIATURAS	3
2.	RESUMEN.....	5
3.	ABSTRACT	5
4.	PALABRAS CLAVE	6
5.	OBJETIVOS.....	6
I.	GENERALES.....	6
II.	ESPECÍFICOS.....	6
6.	METODOLOGÍA.....	7
7.	MARCO TEÓRICO	7
I.	CONCEPTO	7
II.	ORIGEN	8
III.	DESARROLLO	14
IV.	FIGURAS AFINES.....	18
V.	REGULACIÓN Y ASPECTOS JURÍDICOS RELEVANTES	25
8.	ACTIVISMO EMPRESARIAL.....	34
I.	ACTIVISMO EMPRESARIAL EN OTRAS JURISDICCIONES	34
II.	RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA	41
9.	CONCLUSIONES	45
10.	FUENTES DE INVESTIGACIÓN.....	48
I.	LEGISLACIÓN.....	48
II.	BIBLIOGRAFÍA	50

1. ABREVIATURAS

AELC: Asociación Europea de Libre Comercio

AIM: Alternative Investment Market- Mercado de Inversiones Alternativas

CEE: Comunidad Económica Europea

ESG: Environmental, social and governance

FCA: Financial Conduct Authority

HF: Hedge Funds

ICCR: Interfaith Centre on Corporate Responsibility- Centro Interconfesional sobre la Responsabilidad Empresarial

ISS: Institutional Shareholder Services/ Servicios institucionales para los accionistas

LIIC: Ley de Instituciones de Inversión Colectiva

LMV: Ley de Mercado de Valores

LSC: Ley de Sociedades de Capital

PRA: Prudential Regulation Authority

PSAM: P. Schoenfeld Asset Management

RLIIC: Reglamento que desarrolla la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva

RSC: Responsabilidad Social Corporativa

SEC: Securities and Exchange Commission/Comisión de Bolsa y Valores

TCI: The children's investment fund management- El Fondo de inversión infantil

UE: Unión Europea

El activismo accionarial se podría entender como cualquier forma de actividad llevada a cabo por socios con la intención explícita de influir sobre las políticas y las conductas de los gestores de las sociedades (Alfaro, 2016)

2. RESUMEN

El activismo de los accionistas se ha convertido en una fuerza institucional dinámica que ha dado lugar a numerosos estudios en relación a este conjunto, en donde, a pesar de que la producción académica se haya duplicado en los últimos cinco años, se siguen obtenido resultados equívocos y poco claros respecto a su impacto en los resultados de las empresas. El activismo accionarial, entendido como la suma del activismo financiero y activismo social, ha dejado en el aire cuestiones fundamentales al respecto, entre ellas, el debate en relación a la regulación del marco normativo sobre el empoderamiento de este grupo de accionistas dentro de las empresas. La heterogeneidad de los factores de este fenómeno, así como las características de las empresas donde actúan, el concepto del activista y su entorno, ofrecen grandes oportunidades a la hora de llevar a cabo su estudio. Para poder comprender de manera óptima este tipo particular de activismo en los accionistas, pasaremos a desarrollar en este documento, los diferentes aspectos con el objetivo de conocer más acerca de su funcionamiento sin olvidarnos de la importancia que juega el derecho y estudiando el tratamiento que da la legislación española a esta nueva figura de accionistas, donde la responsabilidad, vigilancia y control aumentan.

3. ABSTRACT

Shareholder activism has become a dynamic institutional force that has given rise to numerous studies in relation to this set, where, despite the fact that academic production has doubled in the last five years, equivocal and unclear results continue to be obtained with regard to its impact on company results (Tkac, 2006). Shareholder activism, understood as the sum of financial activism and social activism, has left fundamental issues in the air in this regard, including the debate in relation to the regulation of the regulatory framework on the empowerment of this group of shareholders within companies. The heterogeneity of the factors of this phenomenon, as well as the characteristics of the companies where they operate, the concept of the activist and their environment, offer great opportunities when it comes to carrying out their study. In order to be able to optimally understand this particular type of shareholder activism, we will go on to develop the different aspects in this

document with the aim of finding out more about how it works without forgetting the importance of the law and studying the treatment given by the Spanish jurisdiction to this new figure of shareholder, where responsibility, vigilance and control increase. This research will contain a literary review of the two currents of activism, financial and social, trying to promote a more complete and comprehensive conceptual work in this field.

4. PALABRAS CLAVE

Activismo, accionista, inversor institucional, asesor de voto, fondo de cobertura, responsabilidad social corporativa, consejo de administración, sociedades de capital

5. OBJETIVOS

I. Generales

El objetivo del presente trabajo es poder estudiar la implicación de los socios en los consejos de administración de las sociedades españolas y como esta implicación puede contribuir a maximizar el valor de la empresa.

A pesar de que muchos se posicionen en contra de este fenómeno, el activismo es una realidad creciente. Por ello, es necesario ampliar los estudios existentes acerca de este fenómeno para poder tener claro su funcionamiento, alcance y afectación en la toma de decisiones de las empresas.

II. Específicos

Abordar todo aquello que se encuentre relacionado con el término “activismo accionarial”, desde las actividades que comprende este fenómeno pasando por los diferentes sujetos que lo promueven y estudiando las posibles consecuencias y repercusiones dentro del funcionamiento de las sociedades.

6. METODOLOGÍA

El procedimiento que se va a llevar a cabo para realizar este estudio consistirá en primer lugar en realizar una búsqueda de información que comprenderá en una revisión y lectura de la literatura existente relacionada con el tema (artículos de revistas, informes, manuales académicos, páginas web...).

En segundo lugar, una vez realizada la lectura, se procederá a examinar qué es aquello que nos sirve y nos aporta datos útiles para nuestro trabajo y habiendo elegido estas ideas, podremos construir el marco teórico.

Por último, se ordenará y analizará la información de modo que podremos obtener las conclusiones del estudio.

7. MARCO TEÓRICO

I. Concepto

El activismo accionarial se podría entender como cualquier forma de actividad llevada a cabo por socios, con la intención explícita de influir sobre las políticas y conductas de los gestores de las sociedades. Este término hace referencia a las actuaciones que puede llevar a cabo un Inversor Institucional para influir directamente en la gestión de una sociedad cotizada y provocar un cambio que afectaría directamente a la administración de la compañía o a una operación concreta (Georgeson & Cuatrecasas, 2019). Este fenómeno, adquiere relevancia en España a partir de la crisis de 2008, en donde la preocupación de los inversores aumentó considerablemente en relación a la mala gestión de los órganos de administración.

Un activista puede definirse en el ámbito de las empresas, como aquel inversor que adquiere una participación significativa en una empresa que cotiza en bolsa, con el objetivo de emprender acciones que influyan en el comportamiento y políticas de la empresa para que se produzca un cambio productivo en esta misma y puedan verse beneficiados de la inversión (Pound, 1992). Por lo que, el activismo accionarial puede entenderse como ese conjunto de acciones y medidas que una intención explícita de influir en la dirección, prácticas y políticas de estas empresas y no como las intenciones latentes implícitas en las participaciones o en el comportamiento comercial. Los activistas, tienen cómo punto de mira a las empresas, debido a su

tamaño, centrándose en aquellas empresas necesitan realizar cambios en su comportamiento corporativo, siendo selectivos a la hora de seleccionar las empresas en las que invertir. Hemos de tener en mente la intención de gestión y control que quieren obtener estos accionistas una vez involucrados en la empresa. Por ello, buscaran llevar a cabo actuaciones para aumentar el valor de esta misma, no dejando por otro lado, esta mejora en manos de la actuación de los administradores.

El activismo de los accionistas se ha caracterizado, por un lado, por un aumento en el grado de enfrentamiento de los inversores con los directivos para expresar su insatisfacción, por las intervenciones formales para cambiar la estrategia y rendimiento de las empresas y, por otro lado, por centrarse en cuestiones políticas, sociales y ambientales (Clark & Crawford, 2012).

El activismo ha provocado una evolución en el modelo de gobierno empresarial pues ha dejado de ser un gobierno basado únicamente en cuestiones de mercado y ha pasado a centrarse en cuestiones de base política. Además, es necesario distinguir este activismo accionarial de aquellas acciones relacionadas con el mercado de control corporativo pues los activistas accionistas tratan de influir en los directivos de las empresas, pero su objetivo no es asumir las funciones de dirección (dirigiendo ellas mismas las empresas en las que se enfocan) ni la responsabilidad que conlleva la toma de decisiones ejecutivas. Algunos autores han denominado este nuevo movimiento “La primavera de los accionistas”. Esta mayor legitimidad contrasta por otro lado, con otras opiniones sobre el activismo que lo definen como una subversión de la denominada reunión anual de accionistas que provoca una pérdida de tiempo y de dinero para la empresa y sus directivos (Vogel, 1983). Sin embargo, el activismo sigue siendo objeto de controversia, pero, dejando a un lado las distintas opiniones, es un hecho que el activismo de los accionistas es considerado un movimiento social que ha cambiado el equilibrio de poder en las empresas modernas y que encarna la promesa de hacer que los directivos de estas tengan la obligación de rendir cuentas a los accionistas de sus empresas, así como a las partes interesadas.

II. Origen

El panorama del activismo de los accionistas ha evolucionado drásticamente en las últimas décadas. Entre 1942, que fue el año en el que se concedió por primera vez a

los accionistas la oportunidad de presentar resoluciones de accionistas y la década de 1970, los inversores individuales, apodados "*Corporate gadflies*¹" o "*tábanos corporativos*" se convirtieron en los principales actores en el escenario del activismo de los accionistas. Sin embargo, en 1970 una demanda impugnó con éxito la posición de la SEC² establecida en ese momento que daba la posibilidad a las empresas a omitir las propuestas de cuestiones sociales promovidas por sus estados representantes puesto que, promovían acciones impropias para la consideración de los accionistas. En consecuencia, la decisión del Tribunal abrió camino a este activismo social, ambiental y político que tiene ese objetivo de presionar a las empresas para que cambien sus prácticas comerciales y, en última instancia, su impacto social.

Durante la década de los años 70, destacó la actuación de la ICCR³ que, en representación de diversas fundaciones, organizaciones de beneficencia, organizaciones religiosas y fondos de inversión socialmente responsables provocó el aumento de las propuestas promovidas por este activismo social. En lo referido al activismo financiero, por otra parte, con su impacto posiblemente más potente en la salida de las empresas fue impulsado por el aumento de la propiedad institucional. El año 1985, fue un año decisivo para este activismo institucional en cuanto a que se creó el ISS⁴ y el Consejo de Inversores Institucionales. Al principio, principalmente en el ámbito de los fondos de pensiones públicos el escenario del activismo se diversificó rápidamente. En 1990, los fondos de los sindicatos sustituirían a los fondos de pensiones públicas como los patrocinadores más prolíficos de las iniciativas de gobernanza. Estos activistas se centraron principalmente en el activismo financiero basado en la gobernanza, tratando de mejorar las estructuras de gobierno y hacer que los administradores fuesen más responsables ante los accionistas de la empresa (Thomas & Cotter, 2007). Por último, en este año entrarían como actores en el campo de activismo, los fondos de cobertura que se beneficiarían tanto de este mercado controlado por empresas tanto de la maximización del valor para los accionistas.

¹ Concepto que hace referencia a un inversionista activista que aboga ardientemente por el cambio mediante el uso de propuestas de accionistas. Por lo general, también se distinguen por su práctica de asistir a las reuniones de accionistas para criticar a gritos la gestión.

² Securities and Exchange Commission- Comisión de Bolsa y Valores

³ Interfaith Centre on Corporate Responsibility- Centro Interconfesional sobre la Responsabilidad Empresarial

⁴ Institutional Shareholder Services- Servicios institucionales para los accionistas

Una vez abordados las principales claves históricas en el desarrollo del activismo, pasaremos a estudiar los antecedentes generales del activismo, que se establecen como aquellas características empresariales y ambientales que han dado lugar al desencadenamiento de eventos activistas.

Antecedentes a nivel de empresa

Los principales motores del activismo de los accionistas son el tamaño y rendimiento de las empresas, aunque cuando se consideran tipos específicos en la demanda, los resultados no son del todo concluyentes (Ferri & Sandino, 2009). Desde la perspectiva del activismo financiero, ello se explica en que, los activistas intentan fijarse en aquellas empresas donde podrían crear más valor, es decir, las empresas de gran tamaño, que presentan dificultades a la hora de ser controladas eficazmente por los accionistas y donde es frecuente que aparezcan problemas en sus órganos de gobierno. Otra alternativa a esta explicación, ofrecida por la corriente del activismo social, es que las grandes empresas son más atractivas para los accionistas pues son también las que tienen una mayor visibilidad y son aquellas que tienen más posibilidades de captar la atención del público y de los medios de comunicación. De acuerdo con la teoría de agencia⁵, las empresas con mejores resultados operativos tienden a ser menos atractivas para los activistas de los accionistas (Ertimur et al, 2011). El problema que se plantea en relación a esta teoría, es que puede ser que los administradores acaben por gastar el efectivo que circula libremente en inversiones disminuyendo el valor de la empresa, en vez de distribuirlo a los accionistas. Si bien es verdad que, si nos encontramos ante empresas con niveles altos de deuda, se pueden imponer restricciones a la capacidad de los gerentes a la hora de aplicar estas estrategias de autoservicio. Es más probable que los fondos de cobertura, suelen establecer su objetivo en las empresas menos apalancadas. Una vez más, este activismo proveniente de los fondos de cobertura se desvía del activismo relacionado con la forma de gobierno, ya que tiende a dirigirse a empresas más capaces de obtener beneficios y más sanas desde el punto de vista financiero.

⁵ Teoría utilizada para comprender las relaciones entre los agentes y los principales. El agente es aquel que representa al mandante en una transacción comercial sin tener en cuenta sus propios intereses, velando porque se represente de la mejor manera los intereses del mandate.

Volviendo al problema que subyace de la teoría de agencia aplicada en la práctica, cabe mencionar el grado de concordancia entre los intereses de los accionistas y de los administradores. Se considera, que los administradores que tienen mayor participación soportan en mayor medida las consecuencias de su toma de decisiones; por consiguiente, las empresas con mayor participación accionarial de los gerentes tienen menos probabilidades de atraer el activismo de los accionistas. Además, el desequilibrio existente entre el rendimiento de la empresa y la compensación de los ejecutivos, provoca el descontento por parte de los accionistas pues representa la imposibilidad de que este problema de agencia desaparezca. La compensación de incentivos puede no ser suficiente para resolver los problemas de la agencia o puede desencadenar en la aparición de nuevos problemas, por lo que es necesario que no se deje de realizar de manera habitual un seguimiento por parte de los accionistas y directivos. Aquellas organizaciones que presentan Juntas Generales más independientes, suelen proporcionar una supervisión más objetiva de los intereses de los accionistas, por lo que normalmente es en este tipo de organizaciones donde se presencia un mayor interés por parte de los activistas.

Todo lo mencionado anteriormente nos lleva a preguntarnos si es el descontento de los accionistas el que da lugar a este activismo que llevará a sugerir las deficiencias en el tipo de gobierno o si lo que realmente indica es una vigilancia más atenta por parte de estos.

Antecedentes a nivel de accionista

Como hemos visto en el apartado anterior, la mayor parte de las investigaciones se centran en los antecedentes de las empresas. Es decir, estas investigaciones se encargan de determinar los principales rasgos de las empresas pues son estas el elemento clave y motor del activísimo de los accionistas. Sin embargo, los estudiosos también teorizan que el hecho de que los accionistas decidan participar o no en el activismo está determinado en gran medida por sus propias características (Horkisson et al, 2002). Así pues, consideramos que es un error centrarse únicamente en el tipo de empresas objetivo sin tener en cuenta los intereses, identidad, preocupaciones y consideraciones de los activistas. Ello, podría llevarnos a obtener una imagen parcial del activismo de los accionistas e incluso una imagen engañosa, en el peor de los casos.

En primer lugar, cabe mencionar que los incentivos de los activistas para participar en el activismo pueden estar totalmente desvinculados de la situación financiera y forma de gobierno de la empresa. Respecto a los costes del activismo, estos varían enormemente, desde una inversión mínima de tres mil euros hasta varios millones de euros para el caso del activismo propio de los fondos de cobertura (Ertimur et al, 2011). Este gasto en el que incurren, queda justificado por el deber de los activistas de procurar la mejora del valor general de la empresa y sus beneficios, en donde los beneficios generados no se compartirían con el resto de accionistas. Por lo tanto, la capacidad y la voluntad de los inversores de participar en el activismo pueden verse afectadas por las características y horizontes de su cartera de inversiones, la relación comercial con las empresas seleccionadas y la discreción para dedicar recursos a la empresa en la que se va a invertir.

En segundo lugar, la relación o apoyo en la organización también puede ser otro factor que impulse a los accionistas a participar en el activismo, por ejemplo, el hecho de sentir que se tiene una mayor capacidad de obtener un apoyo por parte de los accionistas, provocará una mayor disposición a participar en este activismo ya que lo que esperan es un mayor rendimiento de sus inversiones. Esta mencionada “auto-selección” podría implicar que los inversores con mayor poder e influencia negociadora en relación con los administradores de la empresa o accionistas con mayores participaciones, puedan obtener fácilmente el apoyo de otros accionistas, aumentan sus probabilidades de convertirse en activistas. Un ejemplo de ello, se puede ver en las diferencias entre, las propuestas de los inversores institucionales y los grupos coordinados, que han recibido históricamente tasas mucho más altas de apoyo de los accionistas, que las patrocinadas por los inversores individuales. Los esfuerzos del activismo accionario también se ven estimulados por la urgencia inherente a la búsqueda de objetivos financieros o sociales. Sin embargo, no se debe pasar por alto que la consecución de estos objetivos conlleva unos esfuerzos y unos costes, lo cuales se deben ponderar por parte de los accionistas a la hora de establecer dichos objetivos. Un ejemplo de ello, sería considerar que cuando se esperan mayores beneficios, es más probable que los fondos de cobertura activistas intensifiquen sus campañas de activismo. Sin embargo, también tratarán de proteger sus resultados finales, por lo que los fondos con mayores intereses de inversión y, por lo tanto, con más posibilidades de perder, tienen menos probabilidades de utilizar un activismo adversario u hostil (Gantchev, 2013).

Por último, una tercera perspectiva plantea que la identidad social de estos activistas o su legitimidad moral es la que podría explicar que algunos activistas defiendan lo que podríamos denominar como “causas perdidas”. Aunque la mayoría de propuestas sobre cuestiones sociales tienen pocas opciones de triunfar o de ser aprobadas por la mayoría de accionistas, el número de propuestas que giran entorno a cuestiones sociales han aumentado en los últimos años. Las perspectivas basadas en la identidad pueden explicar por qué los inversores individuales, cuyas propuestas suelen recibir las tasas más bajas de aprobación de votos por los accionistas de la empresa destinataria, siguen siendo los activistas más abundantes en número.

Los activistas pueden estar motivados por una combinación de los tres factores mencionados o podrían aplicar diferentes lógicas ya que su identificación con las empresas objetivo varía según se compongan sus carteras de inversión.

Antecedentes medioambientales

El auge del activismo de los accionistas no solo se pone de relieve en el ámbito de las empresas individuales y los gerentes de las empresas, si no también para el medioambiente. El desplazamiento de los accionistas individuales por parte de los inversores institucionales ha dado lugar a la reconcentración de las participaciones accionariales de las empresas en un menor número de inversores. En teoría, estos intermediarios financieros más poderosos y mejor informados deberían tener una influencia mayor en la modificación de estructuras y normas sociales pues su capacidad para vigilar a los ejecutivos es mayor también. En 1992, la capacidad de los activistas para formar alianzas con otros accionistas aumentó pues en ese año, la SEC relajó las normas que impedían a los accionistas comunicarse entre sí.

Otros de los motivos que impulsaron este fenómeno giro entorno a los cambios normativos y tecnológicos. En primer lugar, el cambio en el marco legal, destinado a que las empresas fueran más responsables ante los accionistas de sus empresas, lo que provocaría que los accionistas tuvieran una mayor voluntad de participar en este activismo y, en segundo lugar, el cambio tecnológico que permitiría una reducción del coste asociado a esta participación. Las tendencias ambientales no sólo han afectado al activismo de los accionistas directamente, al influir en la legitimidad y la facilidad para participar en el activismo, sino también indirectamente, al afectar al comportamiento de los directivos de las empresas. Desde hace un tiempo, se entiende

que el entorno laboral y de trabajo afectan a la acción directiva influyendo así en la relación entre el gobierno de la empresa y el activismo de los accionistas (Carvalho et al, 2017). Sin embargo, en este ámbito se ha prestado poca atención a los distintos entornos en que operan las empresas y donde las consecuencias de su actividad se ponen de relieve. La investigación sobre el activismo podría beneficiarse de un enfoque más contextualizado que tenga en cuenta la forma en que los factores ambientales afectan al propio activismo, así como las diferencias en los costes y los beneficios.

En España, la aparición de este fenómeno, se debe a lo que hemos clasificado como antecedentes a nivel accionista pues este activismo viene originado principalmente por el absentismo de los accionistas en las reuniones de la Junta General. La razón principalmente se debe al desconocimiento sobre cual es en realidad la función de la junta general en la actualidad, tanto en las sociedades de capital en general como en las sociedades anónimas cotizadas en particular. Podríamos denominarlo la “crisis de la junta general”.

Las causas de este absentismo podrían agruparse en dos grupos:

- Alto coste que han de soportar los accionistas para ejercer sus derechos
- Falta de motivación/ estímulo para actuar al asumir que su participación no causara ningún cambio en la dirección que tome en la compañía

Las funciones y el control que antes eran asumidos por la Junta General se han ido perdiendo por diferentes razones, entre ellas, la separación que ha ido ratificando el legislador entre la junta general y el órgano de administración, dotando al órgano de administración de una gestión mas eficiente y dejando en un segundo plano a la Junta General.

III. Desarrollo

El activismo esta determinado en gran medida por las acciones, reacciones e interacciones entre activistas y administradores. Como ya se ha señalado, la literatura existente sobre el activismo ha tendido a distinguir dos corrientes. Por una parte, el activismo financiero, en donde se enfocan preocupaciones de los activistas tales como las cuestiones de gobernanza, la remuneración de los ejecutivos, las juntas directivas y los derechos de los accionistas (Cai & Walkling, 2011). Podemos describir esta corriente activista, como un proceso en aumento, con una inversión financiera cada

vez mayor a medida que pasan de un activismo más cooperativo y privado a métodos más polémicos y públicos. Una gran parte de las investigaciones sobre el activismo financiero sostiene que los administradores suelen tener una actitud pasiva pues hacen caso omiso a los intentos y propuestas de los activistas, reaccionando únicamente cuando se ven obligados a ceder parcial o totalmente a sus demandas. En el otro extremo, nos encontramos con opiniones que consideran que los administradores solo responden ante las presiones de los accionistas intentan complacer a nuevos inversores. En cambio, la corriente del activismo social hace referencia a aquellos activistas que realizan una inversión de cara a pasar a formar parte de empresas que se encuentren involucradas en prácticas que producen problemas y preocupaciones como puede ser el cuidado del medio ambiente, las condiciones laborales de los empleados y las comunidades que pueden verse afectadas por la actividad de estas empresas. El activismo financiero y social podría considerarse como una colisión, ya que los objetivos sociales pueden no ser compartidos por los accionistas que se mueven por motivos financieros. Además, los defensores de las causas sociales pueden considerar que el aumento de los beneficios de los accionistas se obtiene a expensas de otros interesados. Este activismo comprende una serie de comportamientos de gestión que incluye desde comportamientos reactivos, pasando por los interactivos, que establecen la importancia del dialogo y terminado por los proactivos que incluyen anticipaciones ante posibles demandas como es la configuración por parte de los administradores de su entorno mediante el sistema de cooptación, eligiendo para formar el consejo entre los accionistas existentes. Por otra parte, la corriente de activismo social explora el efecto del activismo en los resultados más amplios de las empresas y las cuestiones de relativas a los *stakeholders* como, por ejemplo, el impacto ambiental de la empresa el desempeño social de las empresas y su actividad política. En la práctica, los activistas pueden plantear cuestiones de índole financiera y social de manera conjunta, lo que refleja la preocupación tanto de los accionistas como de los interesados por el triple resultado del desempeño económico, social y ambiental.

Hemos de tener en cuenta el hecho de que dentro de este activismo nos encontramos principalmente dos sujetos: Los accionistas activistas y los encargados de la gestión de la empresa (administradores, directivos y gerentes). Estos dos sujetos llevan a cabo una serie de acciones, que serán desarrolladas a continuación:

Acciones impulsadas por los encargados de la gestión de la empresa

El activismo financiero en la mayor parte de los casos, considera a los administradores como participantes inactivos de este fenómeno. Nos podemos encontrar tanto, situaciones de resistencia por parte de estos gestores, respecto a las demandas de los activistas accionistas y también situaciones donde los administradores llevan a cabo estas propuestas. Sin embargo, hemos de tener en cuenta el hecho de que los administradores pueden aplicar los cambios, pero de una manera irreal, simbólica o subestándar. Puede producirse una amplia disociación cuando los administradores se comprometen a un cambio, pero, en lugar de abordar el problema en su núcleo, se dedican a la gestión de la impresión y a las actividades de “escaparatismo”. La disociación, por lo tanto, es contraproducente, ya que desvía recursos del verdadero objetivo activista, e incluso puede transferir prácticas indeseables a filiales menos visibles (Dimitrov & Jain, 2011). La respuesta de los directivos de las empresas puede estar influida tanto por los rasgos que caracterizan su gestión, su grado de afianzamiento en la dirección o por la incapacidad de atender las demandas heterogéneas de los accionistas.

Acciones impulsadas por los accionistas

Las opciones de las que dispone un accionista dentro de una sociedad son: la lealtad, la salida y la voz. El voto se configura como el derecho fundamental de los accionistas de las empresas, por las que adquieren la participación en la empresa, ya sea o bien a través del apoyo u oposición en su dirección. Votar a favor de las propuestas de los activistas o votar en contra de las propuestas de los directivos puede desempeñar un papel fundamental en la configuración de las prácticas de los directivos, facilitando la aplicación de las demandas de los activistas o enviando señales a los directivos de las empresas e influyendo en sus acciones. La oposición a través de la votación es la medida menos costosa que pueden adoptar los activistas accionistas, seguida de la presentación de resoluciones de los accionistas y la participación en el activismo de los inversores institucionales. Además de elegir si invierten en el activismo de los accionistas y cuánto invierten en él, los titulares de acciones también pueden utilizar diversas tácticas que van desde el activismo de los accionistas públicos hasta el privado, cuyas características detallaremos más adelante.

Un punto clave sobre este activismo es que todo este conjunto de acciones de manera implícita beneficiará a todos los accionistas de la empresa, ya que centrarse en el precio de las acciones creará valor para el resto de los accionistas. Sin embargo, mientras que todos los accionistas participan en el aumento de beneficios causado por este activismo, son únicamente los activistas los que soportan los costes. Por ello, algunos activistas asumen este coste en privado cuando se trata de conseguir lograr beneficios privados que no son compartidos por otros accionistas. Abundan los ejemplos de activismo de los accionistas en los que los intereses de los activistas se desvían del valor de la empresa debido a conflictos de intereses. Un ejemplo de ello son los fondos de pensiones de los sindicatos que se preocupan más por el bienestar de los empleados que por la cotización de las acciones de la empresa en cuestión sospechándose que estos fondos públicos persiguen objetivos de rendimiento social debido a las presiones políticas o ambiciones políticas de sus administradores (Agrawal, 2012).

Como último punto mencionar que, el campo del activismo, goza de una rica base teórica orientada a abordar la naturaleza multidimensional del activismo de los accionistas. Los académicos han examinado la difusión del activismo y su impacto en los marcos corporativos imperantes a través de las siguientes teorías:

- La teoría institucional, sostiene que el proceso de diseño de las sociedades es un reflejo de la cultura y normas sociales. Las instituciones son consideradas tanto como incentivos y limitaciones en las opciones individuales, como instrumentos para configurar las propias preferencias de esos actores.
- La teoría de los movimientos sociales sostiene que los principales grupos de interés que se identifican en la sociedad y los grupos políticos, se configuran junto con estos movimientos sociales como la principal forma de participación democrática por parte de los ciudadanos.
- La teoría de las redes como aquella teoría que define a las organizaciones como sistemas compuestos por varios niveles en donde estos se relacionan creando una estructura de red caracterizada por los niveles superiores e inferiores.
- La teoría de las partes interesadas o “Stakeholder theory” define que será parte interesada toda persona afectada por la empresa y su funcionamiento que se opone a la teoría clásica de Milton Friedman que defendía que, en un sistema capitalista, los únicos interesados que deben preocuparse por una empresa son sus accionistas

pues son los que se ven afectados por el balance final de la compañía y su crecimiento positivo

De todas ellas, la teoría de las partes interesadas o “Stakeholder theory” es la que presenta el mayor desafío pues contrarresta la primacía de los accionistas obligando a estos a tener una visión basada en priorizar las obligaciones de la empresa para con las partes interesadas de la organización, siguiendo los principios éticos de la confianza, la fiabilidad y la cooperación (Jones, 1995).

IV. Figuras afines

Cabe mencionar que, existe una amplia gama de entidades activistas, que surgen de grupos de inversores heterogéneos, los cuales podrían quedar clasificados en los siguientes grupos: Grandes inversores, inversores institucionales, incursores corporativos⁶ y fondos de cobertura (Ryan y Schneider, 2002).

A continuación, se examinará con detalle esta heterogeneidad y sus consecuencias en lo relativo al activismo.

1. Grandes inversores

Los denominados **grandes inversores** son el conjunto de entidades, individuos o instituciones financieras, que adquieren un gran volumen de acciones en aquellas empresas en las que deciden invertir. El efecto que causa la presencia de estos grandes inversores en estas empresas se manifiesta en un aumento del precio de las acciones de estas corporaciones. Cabe destacar que los incentivos de estos grandes accionistas suelen estar relacionados o bien por la liquidez del mercado o por sus imperfecciones debido a la información desigual que estos mercados presentan. El objetivo de ello, es aumentar rápidamente el valor de sus acciones para poder venderlas y así obtener el beneficio resultante de esta operación. Como resultado de este proceso de compra y venta de acciones, se puede producir una caída en la posición de la empresa causado por la desinversión.

⁶ Comúnmente conocidos como Corporatae Raiders

2. *Inversores institucionales*

El término **inversor institucional**, es un término genérico que se utiliza para designar a aquella organización que invierte grandes cantidades de dinero en valores y fondos. Dentro de esta definición nos podemos encontrar desde bancos hasta fondos de pensiones o compañías de seguros.

Según los últimos datos publicados por Efama (Asociación de fondos de europeos), más de un 60% de los activos totales corresponden a inversores institucionales. Al realizar cambios en la empresa, los inversores institucionales centran su atención en las negociaciones privadas con la empresa o presentan acciones a la Junta General de accionistas. Para llamar la atención de la dirección de la empresa, éstos tienden a adoptar una estrategia conocida como "*The Wall Street Walk*", que es una estrategia basada en la amenaza de venta de sus acciones y la caída del precio de la empresa. El tipo de empresas en las que se centran estos inversores son empresas de bajo rendimiento, entidades con accionistas más institucionales o con una estructura percibida de gobierno débil. Este tipo de accionistas se caracterizan por presentar una actitud pasiva en lo referido a las actuaciones del gobierno corporativo (control en la remuneración de los directivos, medidas anti OPAS hostiles, control de las transacciones, etc.).

El concepto de inversor institucional aparece en la Directiva 2017/828/UE (cuya incorporación futura a nuestro ordenamiento es inminente) y nos sirve para abordar ciertas lagunas y resolver algunos problemas que surgen entorno a los deberes de estos inversores institucionales, concretamente el deber de elaborar y difundir una política de implicación en lo que concierne a las sociedades en las que este tipo de activistas invierten.

Por otro lado, a efectos de la Directiva 2017/828 se entenderá por inversor institucional:

- I. Una empresa que lleve a cabo actividades de seguros de vida en el sentido del artículo 2, apartado 3, letras a), b) y c), de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y de reaseguro tal como se define en el artículo 13, punto 7, de dicha Directiva, siempre que esas actividades cubran obligaciones de seguro de vida y no esté excluida con arreglo a dicha Directiva

- II. Un fondo de pensiones de empleo que entre en el ámbito de aplicación de la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo de conformidad con su artículo 2, salvo que un Estado miembro haya optado por no aplicar dicha Directiva en su totalidad o en parte a ese fondo de conformidad con el artículo 5 de dicha Directiva

Por ello, entendemos que queda fuera de esta definición las Sociedades y Fondos de Inversión, así como los Fondos de Pensiones y los Fondos de inversión libre/alternativa (HF)

3. Incursores corporativos

El término **incursión corporativa** describe el proceso por el cual un inversionista o “raider”, decide comprar una gran participación en una empresa que cotiza en bolsa y luego utiliza los derechos de voto que adquiere a través de esta transacción para ganar poder dentro de la empresa y entrar en las prácticas de gestión de la empresa. Una vez consiguen tomar el control, estos sujetos intentan detener la acción de la Junta General o incluso sustituir a determinadas personas para asegurar el valor para los accionistas. Estos inversores, que basan su estrategia activista en la adquisición de empresas para su posterior liquidación, son considerados los antepasados de los actuales fondos de cobertura por su alto grado de activismo. En algunos casos, para evitar dicha liquidación, se les ofrece una bonificación a estos accionistas por sus acciones para puedan obtener cierto rendimiento y puedan detener estas actuaciones tan agresivas (Holderness & Sheehan, 1985). Cuando se anuncia la adquisición de acciones por este tipo de accionistas, el mercado responde con un aumento de los rendimientos, por lo que los accionistas ven mejorados sus beneficios incluso cuando hay una recompra de acciones de los “raiders” en nombre de la empresa.

Estas prácticas desaparecieron a finales de los años 80, pues las empresas se encargaron de elaborar medidas contra este tipo adquisiciones, a través de diferentes estrategias como fueron las denominadas píldoras de veneno, que permitían contrarrestar las compras realizadas en bloque por parte de los accionistas. Entre las estrategias mas conocidas que ayudan a las empresas a protegerse de las tomas de posesión hostiles destacan:

- *Estrategia flip in* utilizada por las empresas para beneficiar a sus accionistas y ayudar a defender su posición frente a una adquisición no deseada. Esta estrategia esta basada en ofrecer a los accionistas un mayor número de acciones con un descuento, con el fin de aumentar el número de acciones y reducir el poder de la empresa adquirente.
- *Estrategia flip-over* basada en ofrecer a los accionistas de la empresa objetivo la oportunidad de comprar acciones de la empresa adquirente - la empresa que quiere participar en una adquisición hostil - a un precio significativamente reducido. La estrategia funciona como una defensa de adquisición hostil porque amenaza con diluir y devaluar drásticamente las acciones de la empresa que busca tomar el control de la empresa objetivo.

4. *Fondos de cobertura*

Los fondos de cobertura pueden definirse una categoría de fondos que se caracterizan por no tener ninguna limitación en sus inversiones. Tienen como objetivo obtener una rentabilidad positiva para sus socios. Por ello, gozan de una amplia flexibilidad en su política de inversión y en los instrumentos que pueden utilizar para conseguirlos. Estos fondos aparecieron en la primera mitad del siglo XX en los Estados Unidos y se han caracterizado por proporcionar a sus inversores una mayor rentabilidad, considerando los fondos de mayor riesgo debido a las múltiples estrategias con instrumentos financieros más arriesgados que incorporan en sus carteras (Malkiel & Saha, 2005).

Existe una clara diferencia entre el activismo puramente enfocado en la mejora de la forma de gobierno corporativo de estas empresas, conocido por su carácter reactivo, que trata de mejorar el rendimiento de las empresas observando y reaccionando a sus deficiencias, frente a otras corrientes que hemos mencionado, como es el por ejemplo, el activismo propio de los **fondos de cobertura**, que se centra específicamente en resultados financieros, redistribución de los flujos de efectivo, reestructuración de la base de activos y la búsqueda de resultados más inmediatos. Además, esta búsqueda de mejora en el valor de las acciones, se persigue sin buscar una transferencia de

control. Sin embargo, existen similitudes entre estas dos vertientes pues al igual que en el activismo de control corporativo, el activismo de los fondos de cobertura es *ex-ante*, pues a menudo los objetivos prometedores se identifican antes de que el fondo tome una posición como accionista. Cabe mencionar que el activismo de los fondos de cobertura ha surgido rápidamente como la forma más prometedor y potente de activismo, así como la más controvertida, lo que plantea interrogantes sobre si el activismo crea, captura o destruye el valor de las empresas (Lipton & Savitt, 2007).

Las investigaciones sobre el activismo relacionado con los fondos de cobertura y la gobernanza comparten un fundamento teórico muy unificado en la teoría de la agencia. Sus principios básicos son que los accionistas (directores) deben vigilar e incentivar a los gerentes (agentes) para que maximicen el valor para los accionistas. Desde esta perspectiva, se considera que los activistas expresan su insatisfacción con la gobernanza o desempeño empresarial exigiendo a estos gerentes de las empresas que tomen medidas específicas para mejorar el valor para los accionistas. Mientras que el activismo tradicional trata de reducir los problemas en estos organismos y aumentar el rendimiento de los inversores a través de mejoras en sus estructuras de gobernanza o en sus procesos, el activismo relativo a los fondos de cobertura, tiende a buscar un impacto más directo e inmediato en el precio de las acciones empleando diferentes métodos y horizontes temporales, así como diferentes perspectivas sobre las prerrogativas de la gestión en la toma de decisiones. Los inversores institucionales activistas se han centrado tradicionalmente en mejorar el rendimiento mediante la reforma del gobierno empresarial. Los activistas de los fondos de cobertura, por otra parte, son más propensos a tratar de influir directamente en las acciones de los directivos.

5. Organizaciones no gubernamentales y sindicatos

Estas organizaciones han estado históricamente vinculadas a actuaciones que buscan la mejora en las prácticas de las empresas, para que estas lleven a cabo prácticas cada vez más justas, en el ámbito ético, social y ambiental. Su activismo ha estado caracterizado principalmente por campañas publicitarias de sensibilización y por comunicaciones directas a los directivos en donde muestran sus propuestas de cambio. Además, en ocasiones también ha adquirido acciones de estas compañías como instrumento directo de cambio en sus estrategias, a través de la participación en la

Junta General de accionistas, aunque, por lo general, no suelen tener el peso suficiente para hacer prosperar sus propuestas (Guay et al, 2004). Por ello, la finalidad principal de estos sujetos es dar visibilidad a sus propuestas intentando concienciar y presionar a inversores que sí tenga esa influencia de la que ellos carecen, para que puedan hacer realidad sus peticiones.

6. *Asesores de voto (Proxy advisors)*

Los asesores de voto, conocidos como “Proxy Advisors”, nacen en Estados Unidos, a causa de la obligatoriedad existente en relación al voto que se ha de emitir por los inversores institucionales (Toledo, 2019). Estos sujetos, aconsejan a los inversores institucionales sobre como votar en las empresas que componen su cartera de inversiones y de las que poseen acciones. Sus recomendaciones de voto tienen un gran impacto en las empresas. Estos activistas implementan cada vez prácticas más agresivas pidiendo la disolución o la venta de empresas que cotizan en bolsa, así como el aumento de las distribuciones de efectivo a través de dividendos o recompras. El resultado de estas campañas activistas suele depender de las decisiones que adoptan los inversores institucionales, que al carecer de recursos y tiempo necesario para analizar las empresas que forman su cartera, dejan en manos de estos asesores de voto la dirección de su decisión. La nueva generación de activistas, la concentración del control de votos en manos de inversores institucionales y la aparición de estos asesores de voto han dado lugar a una nueva dinámica electoral en la batalla que existe por el control de las empresas.

7. *El activismo privado*

A pesar de que en muchas ocasiones esta categoría no se tiene en cuenta al ser típicamente inobservable para los investigadores pues incluye negociaciones privadas, consultas entre bastidores, cartas, llamadas telefónicas, reuniones y diálogos continuos, el activismo privado se percibe como la opción más poderosa. Hemos de tener en cuenta que los ejecutivos y directores de las empresas pueden responder mejor a las demandas de los activistas a puerta cerrada, a fin de evitar la vergüenza pública y el costo para sus reputaciones. El activismo privado, sin embargo, no excluye la forma pública, ya que los activistas podrían adoptar una postura pública desde el

principio o después de que un enfoque silencioso inicial no dé resultados satisfactorios. Los investigadores estiman que el activismo privado, en el que la mera existencia de negociaciones entre la administración y los inversores activistas es información privada, es más frecuente que el activismo público. Sin embargo, la falta de transparencia puede ser un arma de doble filo. Por una parte, el activismo privado, como instrumento más potente y de mayor colaboración, puede ser más eficaz para lograr los cambios y las reformas que persiguen los activistas y, por lo tanto, podría proporcionar beneficios más lucrativos a la empresa y a sus restantes accionistas. Por otra parte, el activismo privado podría abrir la puerta a los escenarios desleales tales como "robar a Pedro para poder pagar a Pablo" ya que no está sujeto a la aprobación de los accionistas y, además, podría crear asimetrías de información entre los activistas accionistas y el resto de accionistas.

El hecho de que el impacto del activismo de los accionistas beneficie a todos los accionistas de la empresa o sólo a unos pocos depende de dos factores críticos: La capacidad del activista para solicitar la respuesta deseada o un compromiso aceptable de los directivos de la empresa y la alineación de los intereses del activista influyente con los intereses de los demás accionistas.

Para poder negociar con éxito, los activistas empresariales necesitan recursos clave, como el poder y la influencia en la negociación, o pueden tener que depender de la amenaza de una publicidad negativa. Frente a las reivindicaciones heterogéneas o incluso competidoras de los accionistas, los administradores darían prioridad a los activistas más poderosos, con reivindicaciones legítimas y urgentes. El marco de visibilidad podría proporcionar una explicación teórica de los diversos tratamientos de las propuestas de los accionistas. Por ejemplo, como se ha señalado anteriormente, un número importante de propuestas que reciben un voto mayoritario no son aplicadas por las empresas destinatarias, mientras que un pequeño número de propuestas de accionistas que no reciben un voto mayoritario sí lo reciben. Además, es más probable que los gerentes liquiden las propuestas presentadas por los inversores institucionales más destacados o por grupos coordinados, en lugar de por activistas accionistas individuales.

V. Regulación y aspectos jurídicos relevantes

En España el activismo de los accionistas está aún poco desarrollado, debido a la crisis financiera que tuvo su inicio en el 2008. Ello se suma a las características de las empresas españolas, que suelen ser pequeñas y medianas empresas o empresas con propietarios mayoritarios que controlan el Consejo de Administración. Todo ello, provoca la disuasión de los principales inversores activistas. Sin embargo, existen casos particulares y relevantes de este activismo accionarial en el contexto español como es el caso del Banco Sabadell, que lanzó en 2013 el fondo de inversión “Sabadell España 5 Valores”, un fondo de inversión que invierte en cinco valores según sea la valoración que de el equipo que gestiona el fondo. En este fondo podemos ver un claro ejemplo de las tendencias activistas que intentan proponer medidas en aquellas empresas en las que invierte. Por otro lado, el Fondo de Cobertura Británico denominado “Governance for Owners”, invirtió en 2011 en empresas españolas cotizadas, entre ellas: Pescanova, Viscofan y Jazztel. Además, en 2014, el 36,76% de los accionistas de Telefónica votaron en contra de la política de distribución del resultado, lo cual forma parte de otro de los signos que deja de relieve que a medida que en España la internacionalización de las empresas vaya en aumento con la entrada de nuevos accionistas, este tipo de casos aumentará como consecuencia del movimiento realizado por inversores fuera del territorio estadounidense (De Street, 2012)

Para poder adentrarnos en el ámbito de la regulación de este fenómeno, es necesario mencionar los derechos con los que cuentan los accionistas de las sociedades anónimas. Estos derechos podrían resumirse en los siguientes tres grupos:

- El derecho a participar y votar en las juntas generales y a impugnar los acuerdos adoptados por cualquiera de estas juntas por infracción de la ley o de los estatutos de la sociedad o de cualquier otra norma aplicable
- El derecho a impugnar las decisiones adoptadas por los directores por infracción de la ley o de los estatutos de la sociedad o de cualquier otra norma aplicable
- El derecho a percibir dividendos y, en caso de liquidación, a recibir la parte correspondiente del resto de los activos de la empresa tras el pago de todas las deudas y el derecho a suscribir el capital social recién emitido en proporción a la parte ya controlada por cada accionista.

Además, salvo que se disponga otra cosa en los estatutos de la sociedad, el artículo 161 de la LSC otorga a la Junta General de accionistas el derecho a: dar instrucciones a los administradores; o supeditar la adopción por los directores de decisiones sobre determinadas cuestiones de gestión a una autorización previa de ese órgano.

Por otro lado, desde el punto de vista accionarial y en lo que concierne a su activismo, destacamos los siguientes artículos la LSC que regulan el ámbito de participación en las juntas de las sociedades cotizadas por medio de representantes estableciendo cada uno de estos artículos lo siguiente:

El artículo 522 LSC:

“1. Las cláusulas estatutarias que limiten el derecho del accionista a hacerse representar por cualquier persona en las juntas generales serán nulas. No obstante, los estatutos podrán prohibir la sustitución del representante por un tercero, sin perjuicio de la designación de una persona física cuando el representante sea una persona jurídica.

2. En caso de que se hayan emitido instrucciones por parte del accionista representado, el representante emitirá el voto con arreglo a las mismas y tendrá la obligación de conservar dichas instrucciones durante un año desde la celebración de la junta correspondiente.

3. El nombramiento del representante por el accionista y la notificación del nombramiento a la sociedad podrán realizarse por escrito o por medios electrónicos. La sociedad establecerá el sistema para la notificación electrónica del nombramiento, con los requisitos formales, necesarios y proporcionados para garantizar la identificación del accionista y del representante o representantes que designe. Lo dispuesto en este apartado será de aplicación a la revocación del nombramiento del representante.

4. El representante podrá tener la representación de más de un accionista sin limitación en cuanto al número de accionistas representados. Cuando un representante tenga representaciones de varios accionistas, podrá emitir votos de signo distinto en función de las instrucciones dadas por cada accionista.

5. En todo caso, el número de acciones representadas se computará para la válida constitución de la junta.”

El artículo 524 LSC:

1. Las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero que actúen por cuenta de diversas personas, podrán en todo caso fraccionar el voto y ejercitarlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido.

2. Las entidades intermediarias a que se refiere el apartado anterior podrán delegar el voto a cada uno de los titulares indirectos o a terceros designados por estos, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas.

Por otra parte, el primer párrafo del artículo 27 de la LSC permite que los estatutos de las sociedades anónimas prevean ciertos derechos económicos a favor de los accionistas fundadores, cuyo valor, cualquiera que sea su naturaleza, no puede exceder del 10% de los beneficios anuales a disposición de todos los accionistas, durante un período de hasta diez años. Los derechos de los accionistas otorgados por la ley de Sociedades Anónimas son de un nivel mínimo pues estos derechos pueden ser ampliados por los estatutos sociales, aunque no pueden ser reducidos en modo alguno por éstos, salvo que la renuncia a esos derechos esté expresamente prevista en una ley. Por lo tanto, los estatutos pueden establecer derechos no previstos por la ley, siempre que no infrinjan ninguna disposición obligatoria de la ley. Los estatutos pueden establecer derechos relativos a una categoría de acciones, pero no a un accionista o accionistas concretos, salvo en el caso de los accionistas fundadores de una sociedad anónima, según lo dispuesto en el mencionado artículo 27 de la LSC.

Como hemos podido ver, el activismo de los accionistas como tal no está previsto en ninguna disposición legal o reglamentaria española. Sin embargo, si por activismo accionarial se entiende al conjunto de acciones llevadas a cabo por los accionistas en relación a su derecho a decidir sobre las materias recogidas en el artículo 160 de la LSC, que señalamos anteriormente, es evidente que esta materia se rige por la ley, en particular por las disposiciones que hemos mencionado, que regulan los derechos de los accionistas y sus juntas generales.

Lo cierto es que, en los últimos años, el número y contenido de los derechos de los accionistas ha ido en aumento en España, con la aprobación de la Directiva comunitaria 2017/828 (todavía no traspuesta), por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo relativo a la implicación de los accionistas a largo plazo, cabe esperar una reforma de la LSC, en materia de gobierno corporativo. En abril de 2014 la Comisión publicó una serie de propuestas para modificar la actual Directiva sobre derechos de los accionistas (2007/36/CE) en consonancia con la Comunicación de 2014 sobre la financiación a largo plazo de la economía europea, su Libro Verde de 2013 sobre el mismo tema y su Plan de Acción sobre la gobernanza empresarial de 2012, así como las consultas públicas conexas. La Directiva actual se aprobó para mejorar la gobernanza empresarial mediante la definición de derechos mínimos para los accionistas de las empresas que cotizan en bolsa en toda la UE.

De acuerdo con este borrador del texto legislativo que transpondrá la Directiva 2017/828/CE, recientemente divulgado por el Ministerio de Economía, esta reforma, tenía la intención de mejorar la gobernanza empresarial de las empresas que cotizan en bolsa, fortaleciendo la participación de los accionistas y contribuyendo así a la competitividad y la sostenibilidad a largo plazo de esas empresas. Concretamente, esta enmienda, permitiría a las empresas cotizadas adoptar acciones de fidelización, algo que podría reducir el poder de los accionistas con una antigüedad menor a dos años, que es el escenario más común que presentan los accionistas activistas. En virtud de este proyecto, la disposición sobre las acciones de lealtad permite que los estatutos de las sociedades cotizadas atribuyan más poder de voto a las acciones de la persona o entidad que haya poseído estas mismas, durante más de dos años, con el fin de frenar el cortoplacismo en la gestión de las sociedades cotizadas, algo que suele asociarse con el activismo de los accionistas. A pesar de que la Comisión Europea haya elegido enfocar la reglamentación de la gobernanza empresarial potenciando a los accionistas, no hay pruebas de que esta potenciación vaya a producir una mejora en la gobernanza empresarial (Becht et al, 2005). Esto se reconoce explícitamente en la propuesta de la Directiva. Así pues, el objetivo de la Directiva propuesta es promover una participación efectiva y sostenible de los accionistas pues como así lo define la directiva, los accionistas son las piedras angulares del modelo de gobernanza empresarial de las empresas que cotizan en bolsa. Sin embargo, el Preámbulo de esta Directiva, también se señala que este modelo depende de los controles y equilibrios

entre los diferentes órganos y partes interesadas. Análogamente, en el borrador, se reconoce que los inversores institucionales pueden desempeñar un papel en la orientación de las empresas que cotizan en bolsa hacia estrategias y resultados de largo plazo, pero también se señala que en los últimos años esos inversores no se comprometieron lo suficiente, lo que provocó que los mercados de capitales ejercieran presión sobre las empresas para que impulsaran acciones corto placistas, en detrimento de los resultados a largo plazo tanto de las empresas como del inversor.

En el Informe de Larosière (Field & Pérez, 2009), solicitado por la Comisión Europea, se llegó a la conclusión de que el marco de gobernanza empresarial de la UE era considerado como uno de los fracasos más importantes de la crisis financiera. Sin embargo, el objetivo general de ese marco era potenciar a los accionistas y asegurar que los directivos dieran prioridad a los intereses de los accionistas. Además, las investigaciones sugieren que el aumento del poder de los accionistas antes de la crisis no habría dado lugar a una mejor gestión de los riesgos y que el empoderamiento de los accionistas da a la gestión una orden de marcha simple y enfática: conseguir maximizar el precio de mercado de las acciones (Bratton & Wachter, 2010)

Por otro lado, es conveniente mencionar la ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) y el Reglamento que desarrolla esta ley (RLIIC), que se aprobó el 13 de julio a través del Real Decreto 1082/2012. De estas regulaciones, destacaremos el artículo 46.1 apartado d) de la LIIC y el artículo 115 del RLIIC. Este último hace también referencia a los derechos políticos de los accionistas, pero especificando para aquellos casos donde los valores hayan sido emitidos por una sociedad española que tuviera una antigüedad superior a un año y siempre que la participación represente el uno por ciento del capital.

El artículo 46.1 apartado d) de la LIIC establece lo siguiente:

d) En relación con los fondos gestionados, reglamentariamente se establecerán aquellos supuestos en los que, en atención a la relevancia cuantitativa y al carácter estable de la participación del fondo en el capital de una sociedad, la sociedad gestora estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales.

Como hemos podido analizar, para el caso de inversores institucionales, la legislación española recoge de manera implícita este activismo, imponiendo a los partícipes de las sociedades cierto grado de participación pues través estos derechos pueden llevar a cabo acciones que lleven aparejada la consecución de sus propios objetivos. Sin embargo, el ejercicio de estos derechos se puede ver limitado por los estatutos sociales, los reglamentos o normas que desarrollen internamente estas sociedades, sin mencionar la imperativa necesidad que existe de respetar las normas de mayor rango que rodean a estas sociedades. Un ejemplo de este tipo de normas, es la que recoge la prohibición de que se produzcan asimetrías de información, que produzca el beneficio de ciertos accionistas en perjuicio de otros, afectando directamente a la integridad del mercado. Por todo ello, es necesario mencionar la normativa sobre abuso de mercado, transparencia y sobre adquisiciones. En relación a la normativa sobre el abuso de mercado, queda recogida en el Reglamento (UE) N° 596/2014 de 16 de abril de 2014 y en la Directiva 2014/57/UE sobre abuso de mercado. Este Reglamento sobre abuso de mercado, busca proteger el mercado de valores prohibiendo todas esas conductas que supongan una manipulación del mercado como puede ser la comunicación ilícita sobre información privilegiada entre compañías. Esta normativa, concretamente, se establece como una limitación en las actuaciones impulsadas por administradores, empleados y directivos, que suelen ser los que acceden a información no conocida por el resto de participantes del mercado, teniendo que actuar con mas diligencia en las reuniones que se celebran con inversores y analistas. Además, cabe mencionar la existencia de la Directiva 2003/6/CE sobre abuso de mercado que quedó derogada por el Reglamento 596/2014 de aplicación con efectos a partir del 3 de julio de 2016. El Reglamento 596/2014 y la Directiva 2014/57/UE introducirán un régimen actualizado y reforzado de la UE sobre el abuso del mercado, incorporando una gama más amplia de sanciones.

En lo relativo a la normativa sobre transparencia, destaca la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia que podría quedar resumida en los siguientes tres puntos:

- El accionista que adquiera o enajene acciones que estén admitidas a cotización en un mercado regulado y a las que se atribuyan derechos de voto deberá informar al emisor cuando se alcancen determinados umbrales (artículo 9). El emisor debe, a

su vez, dar esta información al mercado. Un accionista debe notificar al emisor cuando la proporción de acciones con derecho a voto que posee alcance, supere o sea inferior a los umbrales del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% y 75%

- La obligación de divulgar las participaciones importantes en instrumentos financieros se ha ampliado para incluir las participaciones en todos los instrumentos con un efecto económico similar al de la tenencia de acciones y los derechos de adquisición de acciones (Artículo 13)
- El emisor debe garantizar que en su Estado miembro de origen se disponga de todas las facilidades y la información necesarias para que los accionistas puedan ejercer sus derechos, incluso por poder (artículo 17)

En cuanto a la normativa sobre adquisiciones, destaca la Directiva 2007/44/CE en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero. Los puntos más importantes que recoge esta Directiva son los siguientes:

- Los posibles adquirentes que alcancen ciertos umbrales de "participaciones cualificadas" en una empresa (umbrales del 10%, 20%, 30% y 50%) deben obtener la aprobación de la supervisión antes de que la adquisición pueda proceder
- Plazos prescritos en los que las autoridades de supervisión deben hacer sus evaluaciones (60 días hábiles). La autoridad supervisora tiene la facultad de interrumpir este período de 60 días una sola vez para pedir información adicional al posible adquirente. Se pueden hacer otras solicitudes de información, pero éstas no interrumpirán la prescripción
- Los criterios que las autoridades de supervisión deben utilizar al hacer sus evaluaciones incluyen:
 - La reputación del adquirente
 - La reputación y la experiencia de cualquier persona que dirija el negocio después de la adquisición;
 - La solidez financiera del adquirente, en particular en relación con los negocios perseguidos y previstos
 - La capacidad de la institución financiera para cumplir de manera continua con requisitos cautelares particulares

- Cuando existan motivos razonables para sospechar que se está blanqueando dinero o financiando actividades terroristas

Además, en lo relativo a las obligaciones de divulgación destaca el Real Decreto 1362/2007 sobre la divulgación de participaciones significativas en sociedades cotizadas. El decreto contiene normas detalladas sobre la divulgación, que incluyen, entre otras cosas, normas que determinan aquellas personas sujetas a las obligaciones de divulgación, los factores desencadenantes de la divulgación, las normas específicas de atribución y agregación, los plazos de notificación de las operaciones, los factores desencadenantes de la obligación de divulgación y las notificaciones presentadas al registro público de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV"). De acuerdo con el Real Decreto 1362/2007, la titularidad o adquisición de acciones de una sociedad cotizada, ya sea directamente o a través de otros valores/instrumentos financieros que otorguen un derecho a adquirir valores con derecho a voto, debe ser comunicada en un plazo de cuatro días hábiles a la sociedad y a la CNMV. Esto sólo es necesario cuando la adquisición da lugar a que una persona o grupo tenga derechos de voto iguales o superiores al 3% en relación al total de los derechos de voto de la sociedad.

Se aplican obligaciones de divulgación más estrictas (el umbral se reduce al 1%) si la persona obligada a divulgar tiene residencia en:

- Un país considerado paraíso fiscal por las autoridades españolas
- Un país/territorio con cero impuestos
- Un país/territorio que no comparte información con las autoridades españolas.

Por último, mencionar la que se conoce como la segunda directiva sobre Derecho de Sociedades, la Directiva 2012/30/UE en relación al mantenimiento y modificaciones del capital de los socios. Esta Directiva quedaría derogada por la promulgación de otras directivas que codificaban lo recogido en esta directiva y en otras directivas sobre derecho de sociedades. El contenido de la Directiva 2012/30/UE podría quedar resumido en los siguientes dos puntos:

- Los valores de renta variable emitidos en efectivo deben ofrecerse inicialmente con carácter preventivo
- La compra de acciones propias por parte de empresas públicas requiere la aprobación de los accionistas y la tenencia de acciones propias por parte de una empresa pública está sujeta a un límite del 10% del capital suscrito (artículo 13)

Una vez analizado lo anterior, es necesario responder a la gran pregunta ¿Por qué centrarse únicamente en los accionistas? La lógica de la potenciación de los accionistas se basa frecuentemente en la suposición incorrecta de que los accionistas son propietarios de las empresas. Un ejemplo de ello se encuentra en el Preámbulo de la Directiva 2017/828/CE, que hemos analizado anteriormente, en el que se afirma que: *“Los accionistas deben tener la posibilidad de definir la política de remuneración de los directores de su empresa”* (Preámbulo, párr. 31). Las sociedades anónimas son, por ley, entidades jurídicas que no son propiedad de nadie, incluidos los accionistas. En cambio, los accionistas son propietarios de sus acciones, y sus acciones son simplemente un contrato entre ellos y la sociedad. Por medio de un contrato y la legislación, los accionistas reciben ciertos derechos de voto y de participación, así como un interés económico en la sociedad. En este sentido, los accionistas son similares a los tenedores de bonos, acreedores y empleados, todos los cuales tienen relaciones contractuales con las empresas, pero no son propietarios de las mismas. Otro de los argumentos, mirando más allá de la propiedad, es que se debe dar prioridad a los accionistas porque son el único reclamante residual. Este argumento ha sido refutado en profundidad pues se ha demostrado que los empleados que realizan inversiones en capital humano específico de la empresa son también demandantes residuales (Becht et al, 2005). A pesar de no existir una razón de peso para centrarse exclusivamente en los accionistas, y a pesar de la creciente evidencia de que muchos accionistas (desde fondos de pensiones hasta empresas de cobertura fondos) no tienen o no pueden tener una perspectiva a largo plazo, la propuesta de la Directiva 2017/828/CE, se juega todo a estos sujetos, solamente reorientando la gobernanza corporativa hacia el largo plazo. Al hacerlo, se crea el peligro de que los accionistas que tienen el mejor incentivo para adoptar un enfoque activista, a saber, los fondos de cobertura que utilizan el apalancamiento para acumular importantes participaciones en las empresas, utilicen los derechos mejorados que recoge este texto legislativo para empujar a los directivos a realizar una gestión más corto placista.

8. ACTIVISMO EMPRESARIAL

I. Activismo empresarial en otras jurisdicciones

En los últimos años, ha habido un crecimiento significativo del activismo de los accionistas. Este aumento ha sido impulsado en parte por el éxito que ha tenido este activismo. Concretamente, los rendimientos generados por los fondos de cobertura activistas han superado en general los rendimientos generados por otras categorías de fondos de cobertura. Como resultado, estos fondos de cobertura han crecido en tamaño; en 2014, los fondos de cobertura activistas recaudaron 14.000 millones de dólares de los EE.UU. en capital nuevo, lo que representa el 20% de todo el dinero nuevo recaudado por la industria de los fondos de cobertura. Estos accionistas activistas buscan cada vez más objetivos fuera de su mercado tradicional en los Estados Unidos, en particular, en Europa.

Como hemos visto, en la práctica, la expresión "accionista activista" abarca una amplia gama de estrategias, que van desde las batallas hostiles e incluso litigiosas con la empresa en cuestión, hasta las discusiones constructivas y consensuales con el Consejo de administración de la empresa. El objetivo puede ser mejorar el rendimiento a largo plazo en lugar de generar beneficios a corto plazo. Sin embargo, en todos los casos, el accionista activista necesita comprender claramente el marco jurídico aplicable a la empresa, así como las cuestiones comerciales y culturales más amplias, para poder formular y ejecutar con éxito su estrategia (Collet & Hrasky, 2005)

Por su parte, las empresas deben comprender y colaborar con los accionistas activistas y estar familiarizadas con los instrumentos jurídicos disponibles para ayudarles a resistirse a los enfoques que no beneficien a la empresa y a sus accionistas en su conjunto

En este apartado analizaremos con más detalle la posición de cada jurisdicción centrándonos en Francia, Alemania y Reino Unido. Concretamente, nos centraremos:

- En las empresas que cotizan en los mercados regulados de Francia (Paris Euronext). Habrá diferencias en estas reglas para las empresas no francesas que cotizan en el Paris Euronext y para las empresas francesas que cotizan en el

Alternext Paris (Mecanismo de Comercio Multilateral organizado por Francia que es similar al AIM⁷).

- Las sociedades anónimas que cotizan en el mercado regulado de Alemania ("Aktiengesellschaften") y en el mercado no oficial regulado alemán ("Freiverkehr")
- Las empresas británicas que cotizan en la Bolsa de Londres. Hemos de tener en cuenta que habrá diferencias en las normas para las empresas no británicas que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres y para las empresas británicas que no tienen una cotización de prima (por ejemplo, porque cotizan en el segmento estándar o en el AIM).

Francia

El activismo de los accionistas en Francia ha sido bastante elevado, sobre todo en los últimos años, y tiende a formar parte de la estructura del mercado. Este activismo, encabezado principalmente por fondos de cobertura como el Fondo de Inversión Infantil (TCI⁸) o Amber Capital, también es impulsado por inversores individuales que tienden a prestar apoyo o a comprometerse. Destaca el caso de Vivendi (grupo Media), donde Vincent Bolloré pidió con éxito una reorganización estratégica con una participación del 4% y se convirtió en presidente. Por otra parte, P. Schoenfeld Asset Management (PSAM⁹) alcanzó su objetivo de distribución significativa de dividendos con una participación inferior al 1%, cuando Vivendi anunció su compromiso de redistribuir 6.750 millones de euros a sus accionistas en el periodo 2015-2017. Sin embargo, hasta ahora Vivendi se ha resistido a las demandas de "desmantelamiento" del grupo y cuenta con el apoyo de PSAM, que habla en términos de "optimización del valor del grupo". Así pues, la tendencia creciente del activismo de los accionistas en las empresas francesas que cotizan en bolsa acoge la influencia de los fondos de cobertura anglosajones y desarrolla al mismo tiempo sus propias raíces en el capitalismo accionarial francés tradicional. El TCI también se ha visto involucrado en otros casos de activismo. Otro de los casos más conocidos fue la solicitud por parte del TCI de la venta total del 46% de la participación del capital que Airbus poseía en Dassault

⁷ Alternative Investment Market- Mercado de Inversiones Alternativas

⁸ The children's investment fund management- El Fondo de inversión infantil

⁹ P. Schoenfeld Asset Management

Aviation desde el año 2013. En abril de 2015 Airbus reduciría su participación al 23,36%.

Por último, mencionar el caso de Safran (líder aeroespacial). Por último, mencionar la actuación del TCI, titular del 3% de la sociedad Safran, que pidió una mejor asignación de capital y, entre otras cosas, solicitó la venta de la participación de la compañía en Ingenico y que, una vez realizada la venta, el capital recaudado se devolviera a sus accionistas a través de un dividendo especial. Como resultado, Safran redujo su participación en Ingenico del 23,6% del capital al 3,6% con la intención de vender pronto esta participación residual (Valcárcel, 2017)

El activismo de los accionistas también se ha visto alentado por la reciente legislación francesa sobre la participación a largo plazo de los accionistas, recogida en la Ley Florange de marzo de 2014. Esta ley recoge la posibilidad de que en las empresas cuyas acciones están admitidas a cotización en un mercado regulado, las acciones mantenidas en forma nominativa ("inscripción nominativa") por el mismo titular durante más de dos años se les asigna automáticamente un doble derecho de voto. Sólo una disposición estatutaria adoptada por una mayoría de 2/3 en una Junta General extraordinaria puede anular este principio. La mayoría de los accionistas activistas han intentado rechazar esta innovación legislativa, ya sea instando a los consejos de administración a presentar tales resoluciones o presentando ellos mismos estas propuestas cuando es posible.

Según la Ley Florange, ahora sin la celebración de esta Junta General extraordinaria no habría modo de introducir la "regla de la pasividad" en los estatutos de la sociedad, en virtud de la cual, en caso de una oferta pública de adquisición de la sociedad (OPA), el Consejo de Administración, debe obtener la autorización previa de la Junta General de accionistas antes de poder aplicar medidas de defensa. Así pues, la regla de la pasividad ya no es automática y ha aumentado la capacidad de los Consejos de administración para defender la empresa contra ofertas hostiles.

Todo lo mencionado anteriormente, ha provocado que cada vez sean más las empresas que busquen establecer relaciones más estrechas con los accionistas minoritarios para discutir los proyectos antes reunirse en la Asamblea General.

Alemania

En los últimos años, la importancia del activismo ha aumentado en Alemania, siendo probable que la tendencia continúe en el futuro. Alemania es una jurisdicción atractiva para los accionistas activistas por diversas razones, entre ellas, las legales (Argandoña, 2012). Hay numerosas compañías potenciales que no han estado previamente en el foco de los inversores activistas globales. Actualmente, muchas empresas se encuentran en este foco debido al amplio margen de flotación y a la asistencia media a las juntas generales, que en comparación con el resto de empresas que cotizan en bolsa es relativamente baja. También contribuye a ello el creciente papel de los asesores apoderados (“*proxy advisors*”) que a menudo apoyan las estrategias de los accionistas activistas. Desde una perspectiva jurídica, la reglamentación en favor de los accionistas minoritarios y los umbrales a menudo bajos para hacer valer los derechos de los accionistas son beneficiosos para los accionistas activistas. De conformidad con la ley de comercio de valores alemana (“*Wertpapierhandelsgesetz*”) destacaremos los artículos 21, 25 y 27 de esta ley. El artículo 21 recoge que si un accionista alcanza o supera el umbral del 3% de los derechos de voto de un emisor, deberá emitir una notificación al emisor y a la autoridad federal alemana (“*BaFin*”). Además, según recoge el artículo 25 de esta ley, este accionista emitirá una notificación a las partes mencionadas en el momento en el que tenga en su poder determinados instrumentos financieros (contratos a plazo o futuros, por ejemplo) y si el umbral ha alcanzado o superado el 5% de los derechos de votos de ese emisor. La violación por parte del notificante de sus obligaciones de notificación conllevaría la pérdida temporal de los derechos vinculados a las acciones y puede dar lugar a una multa administrativa. El emisor, por su parte, tendrá que publicar las notificaciones sobre estos derechos de voto y la información sobre los instrumentos financieros que recibe sin demoras indebidas. El posible incumplimiento por parte del emisor, también llevará aparejada una sanción administrativa. Por último, mencionar el artículo 27 que establece que, si un inversor tiene una participación de al menos el 10% tiene que proporcionar información sobre sus objetivos, el origen de los fondos utilizados para la adquisición y, en particular, si trata de influir en la gobernanza empresarial, exceptuando el caso de la constitución propia como emisor, en cuyo caso no es necesario proporcionar información sobre la motivación para adquirir acciones (Jaén & Marín, 2020).

En lo relativo a la jurisdicción alemana y el activismo accionarial, cabe señalar los siguientes factores:

- Los accionistas activistas están sujetos a las normas sobre el uso de información privilegiada. Si están en posesión de información privilegiada, en principio no están autorizados a utilizarla para adquirir o enajenar las respectivas acciones, a revelar o poner a disposición de un tercero la información sin autorización para ello y a recomendar a un tercero que adquiera o enajene las acciones.
- Como ya se ha mencionado, los inversores sólo tienen que proporcionar información sobre los objetivos, el origen de los fondos y la influencia prevista en la gestión de la empresa si tienen una participación del 10%, mientras que en otros países con participaciones prorrateadas mucho más bajas se requiere una información más completa
- Las empresas que cotizan en bolsa en Alemania, no están obligadas a celebrar una votación anual sobre la remuneración de los miembros del consejo de administración. Además, la Junta General de accionistas de estas empresas puede resolver sobre la aprobación de un plan de compensación (aunque esa resolución no daría lugar a ningún derecho ni obligación)
- Las empresas que podrían verse particularmente susceptibles de recibir accionistas activistas son:
 - Las empresas con una estructura de conglomerado que pueda desmantelarse
 - Empresas con una elevada posición de efectivo o un precio de las acciones inferior al promedio o un crecimiento inferior al promedio del mercado en comparación con sus competidores
 - Empresas que tengan un amplio margen de flotación.

Reino Unido

En Reino Unido ha habido numerosos casos de activismo en los últimos años. Aunque a menudo han sido liderados por los fondos de cobertura, en la práctica otros accionistas institucionales se han mostrado dispuestos a prestar apoyo y a comprometerse en casos individuales (Morant, 2018).

Entre los ejemplos recientes más notorios, figuran las campañas activistas dirigidas por los accionistas que afectan a Rolls-Royce (dirigida por ValueAct Capital), Electra Private Equity (dirigida por Sherborne Investors) y Alliance Trust (dirigida por Elliott Advisors). Sin embargo, aunque el volumen de activismo está aumentando, el concepto de activismo en Reino Unido no es algo nuevo, pues los accionistas han utilizado estas “herramientas activistas” durante décadas en la batalla por el control de las empresas. Un ejemplo de ello, es la inversión de los activistas en las campañas públicas de Knight Vinke a mediados de 2000, que buscaban un cambio en las estrategias llevadas a cabo por Shell y HSBC. El activismo de los accionistas se ha visto impulsado por los recientes acontecimientos destinados a alentar a los accionistas institucionales a participar más activamente en el gobierno de las empresas del Reino Unido. Entre ellos se encuentran la introducción del Código de Administración en julio de 2010 y el Foro de Inversores en octubre de 2014.

Sin embargo, estas iniciativas pueden dar lugar a relaciones más estrechas entre las empresas y sus principales accionistas y, por consiguiente, reducir las posibilidades de que los activistas más pequeños encuentren apoyo para sus campañas más radicales entre las instituciones más grandes. Por regla general, existe una cultura de compromiso bastante sana entre las empresas que cotizan en bolsa y sus principales accionistas, lo que permite que muchas cuestiones se debatan en privado (González, 2017). Los litigios entre las empresas que cotizan en bolsa y sus accionistas son poco frecuentes en el Reino Unido. Sin embargo, los accionistas aprovechan el umbral relativamente bajo que existe para presentar diferentes propuestas obligando a estas empresas, a comprometerse constructivamente con ellos. Algunas de estas propuestas han sido diseñadas principalmente para llamar la atención sobre cuestiones particulares - por ejemplo, los daños ambientales o los proveedores maltratados - en lugar de forzar un cambio de estrategia empresarial o mejorar los rendimientos financieros.

Según las normas de divulgación y transparencia del Reino Unido, un accionista debe divulgar públicamente su participación si posee un 3% o más de participación en las acciones de la empresa, ya sea directamente o a través de instrumentos financieros. Esta divulgación debe actualizarse cada vez que la participación suba o baje por un punto porcentual entero (por ejemplo, del 3,9% al 4,1%, o del 5,6% al 4,8%). Además, una empresa puede tomar medidas por sí misma para establecer la propiedad de las acciones de la empresa. Según lo que dispone el artículo 793 de la ley de sociedades británica,

una sociedad puede dar aviso a cualquier persona que crea que tiene o pueda tener un interés en las acciones, exigiéndole que revele si ese interés existe o no, y que revele a cualquier otra persona que tenga o haya tenido recientemente un interés en las acciones.

Por este medio, una empresa puede mirar detrás de los accionistas nominativos, que están registrados como titulares de acciones, para establecer el verdadero propietario beneficiario. También se recoge la posibilidad de que la empresa puede imponer ciertas restricciones (normalmente una restricción en la votación de las acciones en cuestión cuando un accionista no cumple con esta obligación.

Además, hemos de tener en cuenta los siguientes factores en lo que respecta al activismo accionarial que se da en las empresas británicas:

- Cuando un accionista adquiere una participación en una empresa que (ya sea por sí mismo o a través de una empresa subsidiaria) está regulada por el PRA¹⁰ o la FCA¹¹, será necesaria una aprobación regulatoria previa si el accionista adquiere el 10% o más de las acciones o el poder de voto en la compañía.
- Las empresas están obligadas a celebrar una votación anual sobre la remuneración, incluido un voto vinculante sobre la política de remuneración orientada al futuro (al menos una vez cada tres años), además de un voto consultivo sobre el informe de remuneración orientado al pasado en las cuentas anuales. Estos votos ofrecen otra forma poderosa para que los accionistas expresen su desaprobación de las acciones de los directores, sin tener que votar en contra de su reelección.
- Todo accionista tiene derecho a inspeccionar, habiendo pagado previamente la cuota prescrita, el contrato de servicios de cada uno de los directores de la empresa.

El Reino Unido se beneficia de un medio de comunicación empresarial libre y vigoroso que permite tanto a las empresas como a los accionistas obtener una de las herramientas más útiles: la publicidad en las estrategias y opiniones.

¹⁰ Prudential Regulation Authority

¹¹ Financial Conduct Authority

II. Responsabilidad social corporativa

La responsabilidad social de las empresas (RSE), se definen como las medidas adoptadas por la empresa con el fin de promover los bienes sociales más allá de los intereses directos de la empresa y de lo que exige la ley. Es un fenómeno cada vez más generalizado en el panorama político y económico de Europa y América del Norte. Aunque el término "responsabilidad social de las empresas" se utilizó antes y de manera más generalizada en los Estados Unidos, el entorno empresarial europeo se ha caracterizado durante mucho tiempo por la presunción de que las empresas tienen obligaciones sociales que trascienden sus responsabilidades para con los accionistas (McWilliams & Siegel, 2001).

En las últimas décadas, la inversión responsable se ha convertido en uno de los principales principios de inversión. Las carteras, que antes eran un segmento especializado, gestionadas responsablemente, representan ahora una parte considerable del mercado financiero mundial de 156 billones de dólares. Varias organizaciones mundiales tienen la responsabilidad social en su programa, estableciendo los principios de la inversión responsable y proporcionando directrices a las empresas.

Los Principios de las Naciones Unidas para la Inversión Responsable (2015) informan de que un total de 1380 inversores institucionales y proveedores de servicios financieros, que representan 59 billones de dólares, firmaron esta iniciativa. Del mismo modo, la Alianza Mundial para la Inversión Sostenible (2015) estima que más de los 21 billones de dólares de activos gestionados profesionalmente se asignan de conformidad con las normas ambientales, sociales y de gobierno (ESG). Los fondos de pensiones impulsan la demanda de activos socialmente responsables. Un ejemplo de ello es el fondo CalPERS¹² (Estados Unidos), el Fondo de Pensiones noruego y el ABP¹³ (Países Bajos), los cuales, tienen el ESG como principal objetivo de inversión. Además, los fondos de cobertura, capital de riesgo y fondos inmobiliarios también invierten su capital usando estándares responsables. Según el Pacto Mundial de la ONU (2015), hay 8371 empresas en 162 países de todo el mundo que llevan a cabo sus negocios de manera socialmente responsable. Los inversores no sólo plantean una demanda cada vez mayor de acciones socialmente responsables, sino que cada vez es más frecuente que pidan a las empresas

¹² California Public Employee's Retirement System

¹³ National Civil Pension Fund"

que componen su cartera que mejoren su condición de ciudadanos corporativos (Dimson et al, 2015)

La separación de propiedad y control siempre ha sido una cuestión central de las finanzas corporativas. Los activistas (fondos de cobertura, fondos de pensiones, etc...) en su mayoría apuntan a empresas para cambiar su gobierno corporativo o reestructurarlo. Estos activistas suelen buscar la mejora en el ámbito social, laboral y ambiental a través de la mejora de las prácticas en derechos humanos, sostenibilidad y salud de los productos, cambio climático, etc. Dado que la inversión responsable se ha convertido en una importante estrategia de inversión en los últimos años, es importante entender al inversor activista y los instrumentos a través de los cuales se promueve la mejora en las prácticas ambientales, sociales y de gobierno (ESG¹⁴).

El activista trata de involucrar a las empresas que reúnen las siguientes características: que sean visibles, con altos rendimientos en relación a las acciones, que sean seguidas por muchos analistas y que tengan el potencial de mejorar en términos de ESG. Sin embargo, existen más probabilidades de tener éxito si se trata de empresas que ya tenían un buen historial de ESG. Los compromisos no tienen un efecto material en el rendimiento operativo de las empresas, pues no existe un impacto significativo en variables financieras como el ROA, rotación de activos, etc. Sin embargo, este activismo sí provoca un aumento en las ventas y en la fidelidad de los clientes. Las empresas que tenían una calificación relativamente baja reciben una calificación más alta después en lo relativo al compromiso y fidelización. Esto indica que, a pesar de no existir efectos en los resultados operativos de las empresas, el activismo de los inversores sí importa en otros ámbitos igualmente importantes para el crecimiento y desarrollo de las compañías.

Los accionistas pueden participar en la gestión de la empresa a través de tres mecanismos: Salida, lealtad y voz.

Los instrumentos que utilizan los accionistas para reaccionar frente a una actuación con la que no están conformes, se caracterizan por ser mecanismos de voz (frente a los mecanismos de salida y lealtad). Los principales instrumentos que nos encontramos son los siguientes:

- Solicitud de información a través del envío de comunicados por medio electrónico, página web o postal

¹⁴ Environmental, social and governance

- Comunicación a través del foro electrónico de accionistas recogido en el párrafo 2 de artículo 539.2 de la LSC.
- Asistencia a reuniones presenciales en donde se busca el dialogo con el órgano de administración
- Asociación de accionistas en las sociedades cotizadas recogido en el apartado 4 del artículo 539 de la LSC.
- Inclusión de nuevos puntos en el orden del día de la Junta General para expresar una opinión o presentar una propuesta
- Aprobación o desacuerdo a través del derecho de voto sobre diversas cuestiones que se presentan anualmente en la Junta General de accionistas
- Declaraciones o campañas públicas denominado por algunos autores (González, 2017) como “activismo mediático” por el cual los accionistas tratan de dar visibilidad a sus peticiones.

Los instrumentos de RSC en el contexto de la UE

A fin de evaluar la relación entre el derecho interno y los instrumentos de responsabilidad social de las empresas en el contexto de la UE, es necesario esbozar las características del "entorno jurídico" en el que operan las empresas. Dentro de la UE, las empresas se enfrentan no sólo a una red bastante densa de requisitos reglamentarios a menudo detallados, en lo que respecta a cuestiones como la protección de los consumidores y el medio ambiente o la salud y seguridad en el lugar de trabajo. Más bien, las respectivas obligaciones jurídicas también suelen ser aplicadas muy eficazmente por los Estados miembros. Así pues, dejando de lado la reducida capacidad de los Estados para regular ciertos acontecimientos como resultado de los procesos de globalización, las reglamentaciones jurídicas comunitarias y nacionales en general siguen siendo un instrumento de dirección bastante eficaz en el contexto de la UE.

Por lo tanto, hay que reconocer que, según la opinión predominante en muchos de estos países la relación entre los mecanismos de autorregulación desarrollados por los participantes en el mercado y la reglamentación jurídica deben regirse en la práctica por el principio de subsidiariedad y, por lo tanto, el Estado sólo debe intervenir en caso de que las fuerzas del mercado y los mecanismos de autorregulación hayan resultado infructuosas.

La Comisión y el Parlamento Europeo se sitúan como los principales actores en la determinación de estrategias a seguir en el plano comunitario. En consecuencia, las empresas y otras fuerzas de la sociedad, como las ONG y los sindicatos, interactúan y cooperan entre sí para dar forma al enfoque reglamentario impulsado por estos órganos. Además, el incumplimiento por parte de las empresas en ámbito de responsabilidad social corporativa (RSC) lleva aparejada la imposición de sanciones civiles, administrativas o penales. Por otro lado, considerando el papel central que desempeñan los agentes estatales y su capacidad para adoptar nuevas regulaciones legales que pueden ser aplicadas efectivamente, hace que no sea ninguna sorpresa que los instrumentos de RSC en el contexto de la UE se adopten con frecuencia como auto-compromisos no vinculantes a través de acuerdos informales entre empresas y/o asociaciones de negocios por un lado y actores gubernamentales por el otro. Cabe mencionar las directrices relativas a la publicidad de los cigarrillos que tuvo lugar en el 1962 o el compromiso de la industria alemana del cemento de 1984 para reducir gradualmente y eliminar en última instancia el uso de productos de amianto.

Si bien no debe pasarse por alto que este enfoque conlleva también una serie de ventajas para los agentes gubernamentales, y a pesar de que estos acuerdos no vinculantes reciben a menudo un alto grado de publicidad, en la práctica a menudo se requiere que se sustituyan posteriormente por una legislación nacional que se aplique efectivamente.

Podemos concluir, con respecto a la relación entre las reglamentaciones jurídicas nacionales y los instrumentos de responsabilidad social de las empresas en la Unión Europea que ambos conjuntos de normas de comportamiento son generalmente complementarios, pero también excluyentes. Complementarios, entre sí desde la perspectiva del marco general de responsabilidades a las que se enfrentan las empresas cuando operan en la UE. Sin embargo, se excluyen mutuamente en lo que respecta a cuestiones individuales, ya que las cuestiones que están cubiertas por las normas jurídicas nacionales en el ámbito de la RSC no dejan un espacio significativo más amplio para los instrumentos propios de esta RSC. Debido a la función dominante y en gran medida excluyente que desempeñan las reglamentaciones jurídicas nacionales en la UE, los instrumentos de RSE desempeñan una función bastante menor cuando se consideran en el contexto normativo general aplicable a las empresas. Por consiguiente, en el contexto de la Unión Europea, no es tanta importancia de los reglamentos jurídicos como el potencial de los agentes estatales para adoptar nuevas leyes nacionales que se apliquen efectivamente, pues actuarán de fuerza motriz para que las empresas se

comprometan a desarrollar mecanismos de autorregulación con respecto a cuestiones que todavía no están cubiertas por la legislación nacional (Clapham, 2006)

9. CONCLUSIONES

El activismo accionarial que nació en un primer momento en Estados Unidos, no ha tardado mucho tiempo en implantarse en el resto del mundo, convirtiéndose en la actualidad en una nueva forma de gobierno corporativo de muchas empresas.

Podríamos resumir las principales características del activismo en; la búsqueda constante de empresas con un potencial de mejora, la involucración activa con respecto a la gestión de esta empresa y la negociación conjunta con el órgano de administración o en su defecto, los administradores. El activismo es en rasgos generales, la herramienta sobre la que se ejerce presión ante la mala gestión que en algunas ocasiones efectúan los administradores de las sociedades cotizadas.

La causa de que muchos accionistas se comporten cada vez más como inversores individuales que como verdaderos accionistas reside en la pérdida de fuerza de la Junta General, llegando al punto de cuestionarnos la verdadera importancia y necesidad de este órgano. Además, hemos cuestionado la aptitud de la junta en el desempeño de sus funciones, sobretodo en lo relativo al control de la gestión social. En la actualidad la mayor parte de la doctrina apuesta por el fortalecimiento del papel de la junta frente a aquellos que defienden la postura de que este órgano debería desaparecer al considerarlo totalmente prescindible. Por ello, al predominar la idea de que se revitalice la Junta (facilitando la participación de los socios en las reuniones) se encuentra activa la búsqueda de la fórmula que proporcione una mayor implicación a los accionistas (como hemos podido ver con la participación a través de los medios electrónicos) que no solo se base en una obtención de rentabilidad cortoplacista.

Si bien es cierto que dentro de este fenómeno nos encontramos diferentes actores (grandes inversores, inversores institucionales, fondos de cobertura, etc.) a partir del año 2010 este activismo ha estado protagonizado por los Inversores Institucionales, en particular aquellos que se conocen como Hedge Funds (HF) que se caracterizan por un llevar a cabo un activismo más moderado que los inversores más tradicionales en donde

juega un papel importante los “Proxy advisors”, constituyéndose como un incentivo para que estos sujetos se activen en la sociedades en donde poseen participaciones de capital

Sin embargo, era necesario tener en cuenta en nuestro estudio que cada jurisdicción europea tiene sus propias características y, en cierta medida, sus propias leyes. Por ello, hemos puesto de relieve las principales diferencias que existen entre ellos para identificar aquellas áreas en las que las leyes están en gran parte o totalmente armonizadas, en contraposición a aquellas áreas en las que cada país individual tiene su propio conjunto de las reglas. El marco legislativo se caracteriza por haber realizado grandes progresos de armonización en lo relativo al ámbito de la gestión empresarial y funcionamiento de los mercados financieros como hemos podido ver anteriormente en el estudio de las diferentes directivas y las regulaciones comunitarias comunes. Como resultado, las normas son sustancialmente las mismas en muchas jurisdicciones europeas aplicándose, en el contexto de los accionistas activistas, las directivas a todos los mercados de la Unión Europea (excluyendo a Suiza, que es miembro de la AELC¹⁵, no de la UE)

Hemos podido ver como, las empresas españolas que cotizan en bolsa han estado controladas tradicionalmente por un accionista mayoritario o por el propio Consejo de administración, que se basa en los poderes recibidos por la mayoría de los accionistas minoritarios. Este estilo, ha causado que a menudo entren en conflicto con las propuestas de resolución hechas por los directivos (en particular en lo relativo a su política de remuneración). Este conflicto provoca que se fomente el activismo de los accionistas y que esta lucha por el control de las empresas esté en la orden del día. El ejemplo más famoso, lo podemos ver en el caso de Endesa, en donde tres empresas españolas (Gas Natural, Iberdrola y Acciona) y dos internacionales (E. On y Enel) lucharon por el control de la empresa.

Es preciso tener en cuenta los siguientes factores en lo relativo al activismo accionarial en el ámbito español.

- La política de remuneración de los consejeros deberá ser aprobada por la Junta General al menos una vez cada tres años, pudiendo únicamente ser modificada por acuerdo de esta Junta General. Las sociedades cotizadas españolas estarán

¹⁵ Asociación Europea de Libre Comercio

obligadas a incluir en el orden del día de su Junta General ordinaria de accionistas un punto para la votación del informe anual sobre la remuneración de los consejeros.

- Las normas sobre información privilegiada y abuso de mercado deberán seguir un régimen similar al resto del panorama general europeo en este ámbito, pues en determinadas circunstancias los accionistas pueden estar en posesión de información privilegiada y, por lo tanto, no pueden negociar con las acciones de la empresa. Los accionistas deben asegurarse de no revelar información privilegiada a otros accionistas o a terceros.
- La legislación española exige que se reserven ciertas materias a la Junta General de accionistas, entre ellas la transferencia de actividades esenciales (más del 25% sobre el balance) realizadas por la sociedad a una filial
- La ley española permite a los inversores que actúan en nombre de los clientes dividir sus votos y emitirlos de acuerdo con las instrucciones dadas por sus clientes. Es probable que esta enmienda contribuya aún más al crecimiento del activismo de los accionistas en España.

LEGE FERENDA

Por último, una vez tenidos en cuenta los anteriores factores, nos surge la pregunta de si es necesaria una futura reforma en la ley o si es precisa la intervención por parte del legislador. Nosotros, partimos de la base para dar respuesta a esta pregunta de que existe un problema que gira entorno a este activismo y las sociedades: el cortoplacismo interno que reside en la mayoría de estrategias activistas. Si bien es cierto que existen casos donde hemos estudiado estos problemas, no existe ninguna evidencia científica de que este problema exista siempre. En caso de que se demostrará a través de algún estudio empírico que este cortoplacismo esta siempre presente y que, a consecuencia de este, el mercado no puede funcionar de manera adecuada, tendría que intervenir el legislador estableciendo medidas más estrictas que pudieran luchar contra este cortoplacismo.

En segundo lugar, entendemos que la respuesta también varía según qué concepto de sociedad atendamos. Sí atendemos al concepto de sociedad desde su vertiente contractual, siendo los accionistas los protagonistas (al haber sido ellos los que han celebrado el contrato), entendemos que estos accionistas tendrían el derecho de especificar el contenido del interés social. Estos accionistas, tendrían la opción o bien

de dar carta blanca al consejo de administración/administradores para que persigan un interés distinto al suyo o bien de implantar una serie de instrucciones a seguir por estos administradores como por ejemplo establecer un mandato de anteposición del corto plazo frente al largo plazo (necesidad de rentabilidad y liquidez por parte de los accionistas). Por todo ello, estudiando la naturaleza contractual de las sociedades, entendemos que el legislador no es quién para intervenir ni imponer que tipo de tendencia ha de seguir una sociedad, ni basada en el largo ni en el corto plazo.

10. FUENTES DE INVESTIGACIÓN

I. LEGISLACIÓN

- Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la financiación a largo plazo de la economía europea (2014) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0168&from=EN>
- Directiva 2004/109/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE
- Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas
- Directiva 2007/44/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 5 de septiembre de 2007 por la que se modifica la Directiva 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE y 2006/48/CE en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero
- Directiva 2017/828/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 5 de noviembre de 2003)

- Libro verde de la Comisión Europea “Prepararse para la convergencia del mundo audiovisual: crecimiento, creación y valores.” (2013) <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0231:FIN:ES:PDF>
- Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo - un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas.” <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:ES:PDF>
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007)
- Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 20 de julio de 2012)
- Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (BOE 20 de octubre de 2007)
- Reglamento (UE) N° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre abuso de mercado
- Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y manipulación de mercado (abuso del mercado)
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2012)
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 octubre de 2015)
- Directiva 2014/57/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado)
- Directiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2012 tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, con el fin de proteger los intereses

de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital

II. BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A. K. (2012). Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting. *The Review of Financial Studies*, 25(1), 187-226
- Alfaro, J (2015) en el blog Derecho Mercantil España: <https://derechomercantilesana.blogspot.com/2014/05/activismo-accionarial-i.html>
- Argandoña, A. (2012). El modelo económico alemán. *Barcelona: IESE Occasional paper OP-203 June*.
- Artigas, F. R. (2001). Transformación de sociedades cooperativas. *Revista de derecho de sociedades*, (16), 13-38.
- Artigas, F. R. (2018). Notas sobre el concepto de inversor institucional en la Directiva (UE) 2014/7828. In *Derecho de sociedades y de los mercados financieros: libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (pp. 1263-1282). Iustel.
- Bratton, W. W., & Wachter, M. L. (2010). The case against shareholder empowerment. *University of Pennsylvania Law Review*, 653-728.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775
- Cai, J., Song, M. H., & Walkling, R. A. (2011). Anticipation, acquisitions, and bidder returns: Industry shocks and the transfer of information across rivals. *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2242-2285
- Carvalho, A., van Wessel, M., & Maesele, P. (2017). Communication practices and political engagement with climate change: a research agenda. *Environmental Communication*, 11(1), 122-135
- Clapham, A. (2006). *Human rights obligations of non-state actors*. OUP Oxford.
- Clark, C. E., & Crawford, E. P. (2012). Influencing climate change policy: The effect of shareholder pressure and firm environmental performance. *Business & Society*, 51(1), 148-175

- CNMV (2017). Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores emitidos a negociación en mercados secundarios oficiales https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2017.pdf
- Collett, P., & Hrasky, S. (2005). Voluntary disclosure of corporate governance practices by listed Australian companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 188-196
- De Strel, A. (2012). The Antitrust Activism of the European Commission in the Telecommunications Sector. *European Competition Law Annual*, 189-208
- Dimitrov, V., & Jain, P. C. (2011). It's showtime: Do managers' report better news before annual shareholder meetings? *Journal of Accounting Research*, 49(5), 1193-1221
- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2011). Shareholder activism and CEO pay. *The Review of Financial Studies*, 24(2), 535-592
- Ferri, F., & Sandino, T. (2009). The impact of shareholder activism on financial reporting and compensation: The case of employee stock options expensing. *The Accounting Review*, 84(2), 433-466
- Field, L., & Pérez, D. (2009). El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el Informe Larosière. *Revista de Estabilidad Financiera*, (16), 42-62
<https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/09/May/Fic/ief0316.pdf>
- Gantchev, N. (2013). The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610-631
- Garrigues, J. (1947). Tratado de derecho mercantil: empresa: comerciante: sociedades: tomo I. *Revista de derecho mercantil*.
- Georgeson & Cuatrecasas (2019). El gobierno corporativo y los inversores institucionales: Preparando la temporada de juntas 2019 https://www.cuatrecasas.com/es/publicaciones/el_gobierno_corporativo_y_los_inversores_institucionales_preparando_la_temporada_de_juntas_2019.html
- González, I. A. P. (2017). La influencia del activismo accionarial en el gobierno corporativo de las sociedades de capital. Régimen jurídico comparado: España,

Estados Unidos y Reino Unido. *Revista de fiscalidad internacional y negocios transnacionales*, (5), 21-53.

- González, I. A. P. (2017). La influencia del activismo accionarial en el gobierno corporativo de las sociedades de capital. Régimen jurídico comparado: España, Estados Unidos y Reino Unido. *Revista de fiscalidad internacional y negocios transnacionales*, (5), 21-53.
- Guay, T., Doh, J. P., & Sinclair, G. (2004). Non-governmental organizations, shareholder activism, and socially responsible investments: Ethical, strategic, and governance implications. *Journal of business ethics*, 52(1), 125-139.
- Guilarte, J. S. C., & Hermida, A. J. T. (2012). Primacía de los accionistas e ineficiencia de la junta (La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas). Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, (49), 1.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management journal*, 45(4), 697-716
- Iberdrola (2019). Política de involucración de los accionistas https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/politica_involucracion_accionistas.pdf
- Jaén, J. M. S., & Marín, M. T. T (2020). La gestión dual en las Sociedades Anónimas alemanas (Aktiengesellschaft), a través del Consejo de Vigilancia (Aufsichtsrat).
- Lipton, M., & Savitt, W. (2007). The many myths of Lucian Bebchuk. *Virginia Law Review*, 733-758
- Malkiel, B. G., & Saha, A. (2005). Hedge funds: Risk and return. *Financial analysts journal*, 61(6), 80-88
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of management review*, 26(1), 117-127.
- Morant, R. H. (2018). El activismo accionarial de las entidades de capital-riesgo y algunas notas sobre la normativa europea y nacional. *Revista española de capital riesgo*, (5), 31-52.

- Pérez, N. F. (2016). Hacia un uso constructivo de las juntas generales: el recurso a las asociaciones de accionistas. In Estudios sobre Derecho de Sociedades: " Liber Amicorum" Profesor Luis Fernández de la Gándara (pp. 579-597).
- Pound, J. (1992). Beyond takeovers: politics comes to corporate control. *Harvard business review*, 70(2), 83-93
- Recalde Castells, A. (2007). Incidencia de las Tecnologías de la Información y Comunicación en el desarrollo de las juntas generales de las sociedades anónimas españolas.
- Remacha, M. (2017). Empresa y objetivos de desarrollo sostenible. Cuadernos de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa, 34, 1-28.
- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*, 27(4), 554-573
- Sánchez, A. R. (2006). Inversores institucionales. Diccionario de derecho de sociedades (pp. 714-718).
- Sánchez, A. R. (2018). La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica. In Derecho de sociedades y de los mercados financieros: libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma (pp. 745-776).
- Thomas, R. S., & Cotter, J. F. (2007). Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 368-391
- Toledo Muñoz-Cobo, C. (2019). Gestión empresarial.
- Valcárcel Gil, P (2017). The decision making in financial activism: The Hedge Funds in Europe.
- Vogel, D. (1983). Trends in shareholder activism: 1970–1982. *California Management Review*, 25(3), 68-87