



**Miguel Bolaños Hervás**  
Universidad Pontificia  
Comillas  
✉  
mbolanos@comillas.edu



**Paloma Bilbao  
Calabuig**  
Universidad Pontificia  
Comillas  
✉  
pbilbao@icade.comillas.edu

# Power and corporate governance in the hands of shareholders: a conceptual map of the institutional investor activism process

## Poder y gobierno corporativo en manos del accionista: un mapa conceptual del proceso de activismo del inversor institucional

### I. INTRODUCTION

Institutional investment represents different types of institutions -such as banks, insurance firms, pension funds, hedge funds or investment funds- which aggregate the assets of a large number of natural and legal persons, achieving large concentrations of capital, which allows them to make major diversified investments. These major investments represent a greater concentration of ownership at those firms in which investors invest, increasing their influence over them and differentiating them from the individual investors that make up the retail market. In turn, these institutional investors have the fiduciary duty to make investment decisions and act in favor of the shareholders participating in their funds, which put the money in their hands and for which the institutional investor must act with the aim of obtaining the best interest (Iliev y Lowry, 2015).

In order to enforce their interests by influencing the corporate governance decisions taken by boards of directors of the firms in which they invest, institutional investors exert pressure through what is known as "investor activism" (Bratton y Wachter, 2010). As



### **EXECUTIVE SUMMARY**

This article develops a conceptual map in the field of shareholder activism and its influence on corporate governance decisions taken by the board of directors. After reviewing the literature of 69 academic articles, we categorized institutional investor activism according to the motives behind it, the factors and variables that influence its level of intensity, the mechanisms for putting it into practice and its repercussions and impacts, obtaining a group and order of variables that contribute to the greater systematization of this field of study in order to explore it in future research.

### **RESUMEN DEL ARTÍCULO**

El presente artículo desarrolla un mapa conceptual en el campo del activismo del accionista y su influencia sobre las decisiones de gobierno corporativo que toma el consejo de administración. Por medio de una revisión de literatura de 69 artículos académicos, categorizamos el activismo del inversor institucional según las motivaciones que empujan a ejercerlo, los factores y variables que influyen en su nivel de intensidad, los mecanismos para ponerlo en práctica y las repercusiones e impactos que puede ejercer, obteniendo una agrupación y orden de variables que contribuye a una mayor sistematización de este campo de estudio de cara a profundizar en futuras investigaciones.

suggested by Bebchuk, Cohen et al. (2017), the agency problem is present in this institutional activism exercised by investors, expounded at origin by Jensen y Meckling (1976), which gives rise to a conflict of interests between ownership in the hands of institutional investors and the members of the boards of directors of these firms. These investors apply different mechanisms to control the strategic functions and decisions carried out by the boards of directors of the firms in which they invest, pressuring them to focus the firm's objectives, strategies and decisions towards their own interests, and giving rise to power struggles between shareholders on one side and directors and managers on the other (Berle y Means, 1932, cited in Mallin, 2001; Ingley y van der Walt, 2004).

***...institutional  
investors exert  
pressure through  
what is known as  
"investor activism".***

The exercise of institutional activism has been the subject of academic study for years, although with inconsistent results and without conclusive data, (Hirschman, 1970; Mallin, 2001; Marquardt and Wiedman, 2016; McNulty y Nordberg, 2016; Sherman, Beldona, y Joshi, 1998). Outside of the scientific sphere, the focus has been placed on the greater influence and relevance of institutional investors on corporate decisions, revealing in 2011 that 70% of major listed firms were in the hands of this type of investors (Heineman Jr y Davis, 2011). This transfer of power to institutional ownership raises discussion and academic debate on the effectiveness and benefits of giving shareholders more power and the activism put into practice. Furthermore, scientific interest has grown in relation to investors' motives for being heard (Del Guercio y Hawkins, 1999; Judge, Gaur, y Muller-Kahle, 2010), the factors and variables that determine the level of intensity of their activism (Sahut y Gharbi, 2010; Smith, 1996), the effectiveness of the intermediate mechanisms used to carry it out (Karpoff, 2001; McCahery, Sautner, y Starks, 2016) and the impact on shareholder value (Karpoff, 2001; Rose y Sharfman, 2014).

Although there is abundant literature on individual parameters that endeavor to explain investor activism, to date there is no integration of factors that systematizes and constitutes a single theoretical framework. Therefore, with the aim of bridging this gap, we propose a concept map of the motives, factors and mechanisms involved in institutional activism to clarify the variables that determine its influence on the corporate governance decisions taken by boards

of directors, in order to provide a useful model for both academics and practitioners that will ensure greater systematization and order in this field of study.

## 2. LITERATURE REVIEW

### 2.1. Power shift in the corporate governance decision-making process: From a *board-centric model* to an *investor-centric model*

In recent years, a change has been detected in the corporate governance decision-making operating model, which has shifted from a "board-centric model" to an "investor-centric model" in which investor empowerment and activism are taking on increasing bearing (PricewaterhouseCoopers 2016, cited in Steffee (2016), offering a new "refreshing perspective on the corporate governance" of firms (Capron, 2017)). According to this vision, activism takes shape through the pressure exerted by investors on the strategic decisions made by the boards of directors of the firms in which they invest, such as (PwC, 2016): (i) proposing new directors; (ii) changes in the composition and diversity of the board; (iii) decisions on how capital should be distributed; (iv) new investments or dividends; (v) the way in which investors communicate with the board and the information transmitted; (vi) evaluating the board's strategies and performance; and (vii) actively deciding on the firm's remuneration policies.

Empowering shareholders drives their activism and has been defined differently by different authors, such as for example "the shift in the decision-making process of the board of directors and executive management towards shareholders" (Bratton y Wachter, 2010) or the approach of Goranova y Ryan (2014), who consider it a "shift in the allocation of power to the firm's executives and directors in the shareholders' favor". Investors' power puts them in a position in which their voice can be heard and taken into account with greater interest, which motivates and drives their activism (Aggarwal, Saffi, y Sturgess, 2015; Judge et al., 2010). Examples include the case presented by Hannes Sharon y Kamar Ehud (2018) in relation to the firm Teva Pharmaceutical Industries, the largest generic drug manufacturer in the world, a firm in which the power of investor activism settled all doubt as to the transparency of the remuneration of the firm's executives. Rose y Sharfman (2014) They suggest that

#### KEY WORDS

Corporate governance, institutional investor, shareholder empowerment, activism.

#### PALABRAS CLAVE

Gobierno corporativo, inversor institucional, empoderamiento del accionista, activismo.

certain types of activism have the potential to act as mechanisms for correcting and improving the corporate governance framework of firms in which shareholders invest. In the same vein, Marquardt y Wiedman (2016) point out that the growing relevance and bearing of institutional investment in firm shareholder structures is motivated by the capacity to improve and influence corporate governance through collective action. Similarly, other authors defend the idea that investor opposition to the proposals put forward by the board of directors, which are subject to vote at annual general shareholders' meetings, express an evaluation of the firm's corporate governance structure, thereby democratizing board-level decisions (Sauerwald, Van Oosterhout, y Van Essen, 2016).

## 2.2. In search of better firm performance vs economic growth

The motives behind investor activism must be studied considering the dichotomy between corporate activism or economic and financial activism, depending on the goal of the activist actions. Both types of activism differ from the goal pursued by shareholders through their actions. Marquardt y Wiedman (2016) They define shareholders with economic motives as those whose main goal is to obtain financial gains, whereas corporate motives impel investors to use their investments and other resources "to change unfair or harmful corporate policies".

In literature we find different studies of both types of motives. For example, with a vision of improvement of economic growth, Brown Jr. (1998) concludes that institutional investors see corporate governance mainly as a tool for improving financial gains. Furthermore, Gillan y Starks (1998) suggest that shareholders have the potential to increase the value of their investment by carrying out control and supervision activities in respect of the board of directors, even if this entails considerable expense. This is why they affirm that only large shareholders or institutional investors would obtain a return on their investment that offsets the associated costs. The same authors also propose that institutional investor activism is motivated by the poor performance of the firms included in their investment portfolios and the pressure exerted by them to try to improve value for shareholders (Gillan y Starks, 2000). This idea is similar to that proposed by Ingley y van der Walt (2004), who concluded that the key element that motivates investor activism



is general corporate prosperity and the creation of long-term shareholder wealth.

***Supervision and control of the board and management team to improve economic growth***

Some authors suggest that institutional investors see control of corporate governance as a lever that reinforces the search for improvement in the firm's financial results as a means for the purpose of protecting or improving economic growth, means which are reflected in the supervision of the board of directors and management team. This supervision and control action driven by financial motives prevails despite the considerable agency costs it generates, since fund managers pursue personal goals that guide their management, in addition to their fiduciary responsibility, due to which this supervision activity prevails over the collateral agency costs that may be generated (Brown Jr, 1998; Gillan y Starks, 1998).

***Socially sustainable investment***

In parallel, other studies propose the corporate objective as the main goal of investor activism, with increasing interest in environmental, corporate and governance initiatives, which have gained significant momentum in recent years (Kuzmina y Lindemane, 2017; Lydenberg, 2013). This socially responsible investment has been aimed at promoting new standards and values in the investment sector (Avetisyan y Hockerts, 2017). This type of activism, as concluded by Gibson (2017), who advocate a "sustainability footprint" as a source of motivation, can promote "sustainable or responsible investment" actions. Socially sustainable investment influences corporate governance decisions taking into account potential risks, in many cases environmental, to which the investees are exposed, risks which are directly related to the return on the investment.

Table I. **Summary of investor activism motivating factors**

FIRM PERFORMANCE	ECONOMIC GROWTH
Governance structure	Investment value
Operations	Cost control
Strategy	Growth
Quality of governance	Risk reduction
Corporate behavior	Board operations
Good practices	Implementation of proposals
Sustainability footprint	Control of supervision of the board and management team

Source: Prepared in-house based on relationships found in literature

### 2.3. Moderating factors and variables influencing activism levels

#### ***Heterogeneity and nature of institutional ownership***

Institutional investor diversity, determined by the composition of the investor's portfolio, the investor's size or the volume of their holdings, or even their ideology or the corporate governance macro-environments where they are held, have been studied and related to their level of activism, in addition to their propensity for maintaining a certain concentration of capital in their investees (Aggarwal et al., 2015; Bolton, Li, Ravina, y Rosenthal, 2019; Judge et al., 2010; Li, Moshirian, Pham, & Zein, 2006; Marquardt y Wiedman, 2016; Ryan y Schneider, 2002; Sahut y Gharbi, 2010; Sherman et al., 1998; Smith, 1996). This diversity of characteristics that define institutional investors is the argument used by Ryan y Schneider (2002) to justify the different levels of activism, suggesting that while there is no evidence of what type of investor participates in the board's decisions more actively, the complexity arising from the characteristics as a whole give shape to investors' propensity for investing, which in turn gives rise to different behaviors and attitudes towards corporate governance-related matters. Therefore, the existing literature suggests that this variety of factors and variables must be considered when measuring the results and impact of investor activism on the performance of the firms in which they invest. Consequently, the investment horizon, size and concentration of power in the hands of institutional investors, in addition to the diversity and types of investors, together with the level of relationship between the investor and the firm, must be jointly considered to explain institutional investor behavior with regard to their activism, and cannot each be considered individually. (Jara et al., 2012; Sahut y Gharbi, 2010).

#### ***Board/investor communication and relationship***

Tricker, (1998) it proposes that relationships between the board of directors and its shareholders are a matter of trust and the activism exercised depends on this mutual trust. This is confirmed by Sahut y Gharbi (2010), who suggest that, while growing investor empowerment is determined by the proliferation of the democratization of the decision-making processes of boards of directors, communication channels and direct relationships between institutional investors and the boards of the firms in which they invest, they are an essential part of the activism influence process.



This argument is consistent with that proposed by Matsusaka y Ozbas (2014), who analyzed how this process is affected by the use of information by both investors -to exercise their activism through their votes at annual general shareholders' meetings- and firms -in relation to their institutional investors obtained through these personal relationships-. The authors conclude that the level of influence of activism is related to the acquisition of this information. That is, the impact of activism depends largely on the information available to investors prior to voting and what firms know about their investors' preferences through the development of a collaborative model that promotes initiatives and adds value to the decisions made (Fisch y Sepe, 2018). This bilateral relationship between investors and the directors of the firms in which they invest also appears in the studies carried out by Bhattacharya and Graham (2007) and by Li et al. (2006), who affirmed that it is a key aspect of investor's involvement in firms' governance and for trying to improve their value. In their research, these authors differentiate between sensitive institutional investors with less propensity for activism or those resistant to pressure, with less propensity for activist actions, depending on their financial or commercial relationship with the firms in which they invest. Thus, banks or insurance firms -sensitive institutional investors- may overlook certain corporate governance problems when establishing commercial and investment relationships with non-financial firms. However, pension funds or foundations -resistant investors- may have greater interest in efficiently controlling the governance decisions of the firms in which they have shareholdings if the legal corporate governance framework facilitates their control or if the investor has a sufficiently high ownership interest in the firm.

### ***Investment strategy***

Shareholders with a long-term vision of their investment, a strategy in which there is less concern for share liquidity, have greater interest and concern for directly and actively participating in the strategic decisions made in the firm, an old idea that still persists since it was proposed by Hirschman (1970). This institutional investor sensitivity to governance issues with a long-term vision is also analyzed by Bushee et al., (2013), who identified the importance of institutional investor involvement in the different decisions and mechanisms of the board of directors. They demonstrated the existence of a correlation between investor typology based on the portfolios that





characterize them and the preferences of more active investors with respect to corporate governance matters. They concluded that major institutional investors with large investee portfolios and long-term growth strategies are more sensitive and more concerned about the corporate governance mechanisms and decisions of the firms in which they invest, considering these mechanisms strategic means for lowering the cost of controlling and supervising the management teams of these firms. Similar conclusions were reached by McCahery et al., (2016), who positively related investor activism to their long-term investment strategy and horizon to obtain return on their investment.

26

Table 2. **Summary of moderating factors and variables influencing investor activism**

HETEROGENEITY AND NATURE OF THE INVESTOR	BOARD/INVESTOR RELATIONSHIP	INVESTMENT STRATEGY
Investment holding/volume Portfolio diversity Investor size	Financial/commercial interests Communication Information Trust	Investment horizon Growth Profitability

Source: Prepared in-house based on relationships found in literature

### 2.4. Mechanisms of influence in institutional investor governance decisions

After analyzing the existing literature on institutional activism, we identified three types of mechanisms investors can use to exercise their activism: (1) personal relationships; (2) proposals put to the board to be voted; (3) voting at annual general shareholders' meetings.

#### ***Behind-the-scenes communication and personal relations***

Rose y Sharfman (2014) defend the theory that activism operates and functions through relationships of influence rather than control or authority. This idea is consistent with that proposed by Tricker (1998) and Sahut y Gharbi (2010) or subsequently Aggarwal et al., (2015), who analyzed this mechanism, known as acting "behind-the-scenes", in which personal relationships and private and confidential conversations between investors and directors are used to achieve certain actions and objectives. This theory of relational ties between

investors and the directors of the firms in which they invest is also upheld by Jara-Bertin, López-Iturriaga et al. (2012). In their study, they link the concentration of power of institutional ownership to the strength of the relationships generated and their effect on firm performance. They suggest that, once investors obtain enough power to contest or challenge the control of the majority shareholder, they become effectively involved in firms' governance to try to improve their value. In parallel, they discovered that at low levels of ownership, an increase in shareholding implies greater participation in control and in the relationship with directors and decision-making. However, at high levels of institutional ownership, investors acquire excessive power and can act in a manner detrimental to shareholders' interests, negatively affecting a firm's performance. They also found that pressure-resistant investors, which act more independently, are more capable of improving a firm's value through their activist action. However, this relational pressure can move in both directions, since its use by investors at management level or exerted on the directors themselves may imply the "threat" of leaving the firm through divestment in the firm if certain requirements are not met. (Goranova y Ryan, 2014). These "threats" could also take effect without need to divest in the firm, leading in some cases to a reduction in agency costs or an improvement in operational performance (Gantchev, Gredil, y Jotikasthira, 2018).

#### ***Proposals put to the board subject to vote***

Through this mechanism, institutional investors exert their influence through their right to put forward proposals or points for discussion, to be included in the agendas of annual general shareholders' meetings, thereby articulating a formal mechanism for investors to make their voice be heard in the corporate governance matters of the firms in which they invest (Easterbrook and Fischel, 1996). Different authors have analyzed the implications, benefits and costs of this type of activism, distinguishing between the right to propose and the right to approve. Matsusaka and Ozbas (2014) suggest that the right to propose is more powerful than the right to approve, since the power to propose exerts pressure on directors to adapt their decisions to the largest investors, whether by committing themselves to the policy in question or giving the activist secondary benefits. Also, other arguments question the efficiency and risk of putting forward proposals to the board by investors, suggesting that democratically allowing shareholders to decide on specially relevant



matters may entail the risk of not letting boards of directors work properly, slowing down or even misguiding decisions that should be made quickly and professionally (Foley, 2015).

***Voting at annual general shareholders' meetings***

The third option used as an activist mechanism consists of letting an investor's voice be heard publicly by voting in favor or against the board's proposals at the corresponding annual general shareholders' meeting. The activism exercised by voting is based on the assumption that shareholders' votes are a powerful corporate governance mechanism that makes it possible to ensure the protection of their interests in the firm (Frank y Daniel, 1991). Different studies have tried to demonstrate the effectiveness of this mechanism. For example, Sauerwald et al. (2016) analyzed 12,513 proposals voted at 717 firms in 15 Western European countries, demonstrating that by voting against proposals put forward by the board of directors, shareholders express their evaluation of the corporate governance of the firms in which they hold interests with the aim of gearing them towards future changes in governance and leadership at these firms, thus confirming the arguments of Cai et al, (2009) and Fischer et al. (2009).

***Proxy advising as an intermediate mechanism of influence in investor voting***

Although institutional investors may make use of their direct voting rights at annual general shareholders' meetings, they are externally advised through firms known as "proxy advisors", which make recommendations on the direction of the vote in each board proposal. These firms are, in theory, independent entities which provide services to investors, mainly institutional, to advise them in relation to exercising their voting rights as shareholders, based on their shareholding at the listed firms in which they have ownership interests (Rivera, 2012). Their influence has grown considerably and globally in the last decade (McCahery, Sautner, y Starks, 2016; Tingle, 2014) as a result of the regulations aimed at reinforcing shareholders' bearing on the corporate governance decisions of listed firms, even though the use of the services offered by proxy advisors is greater in countries with less or weaker legal investor protection and foreign-owned firms (Hitz y Lehmann, 2017). That is, this investor activism through proxy advisors may be considered an "intermediate mechanism" of growing influence on the corporate governance decisions of the firms in which shareholders invest, and to which power is transferred by institutional investors.



## 2.5. Impact and repercussions of activism on corporate governance decisions

Although the arguments regarding the level of achievement of the objectives proposed by activism are diverse and non-conclusive, most empirical evidence indicates that shareholder activism can give rise to small changes in firms' corporate governance structures, thereby achieving minor improvements in shareholder wealth and earnings (Gillan y Starks, 1998; Gillan y Starks, 2000; Karpoff, 2001; Marquardt y Wiedman, 2016). Those researchers who place emphasis on changes in corporate governance structures as the objective of activism consider it a successful tool for improving firm performance. On the contrary, those who focus activism towards changes in value of shares, earnings or transactions characterize it as something which has a negligible effect on its objective (Marquardt y Wiedman, 2016b). The proven reality is that, throughout academic history in the field of study of activism, a wide range of results and repercussions have been found, indistinctly in favor and against its effectiveness:

### ***Effectiveness of mechanisms in engagement in activism***

As regards the effectiveness of the mechanisms used to exercise activism, Aggarwal et al., (2015) demonstrate that investors use different communication channels to put activism into practice, suggesting that the most common channels are used "behind the scenes" through discussions with the management and board of directors. Like other authors, they analyzed institutional investor behavior through these "behind-the-scenes" discussions, with the aim of discovering their effectiveness against the threat of divestment and exit from the firm as a means of exerting pressure to sway certain governance decisions, compared to voting or putting forward proposals at annual general shareholders' meetings (Iliev y Lowry, 2015). They affirm that more than 40% of the investors surveyed consider that the threat of leaving the firm is the most effective way of pressuring the board of directors. If this threat is credible, there will be no divestment in the firm as long as the board bows to the investor's requirements. In parallel, Aggarwal et al., (2015) they expound that voting is an important and effective mechanism for influencing corporate governance decisions, although only in the case of investors with sufficient volume and size to exercise said influence.



**Table 3. Summary of impacts and repercussions of institutional investment activism**

IMPACT	REPERCUSSION
Governance structure Share value Restructuring Firm performance Governance quality and reinforcement	Election/re-election of directors Compensation plans Short/long-term reaction Investment/Divestment Income/Operations/Growth Transparency/Communication

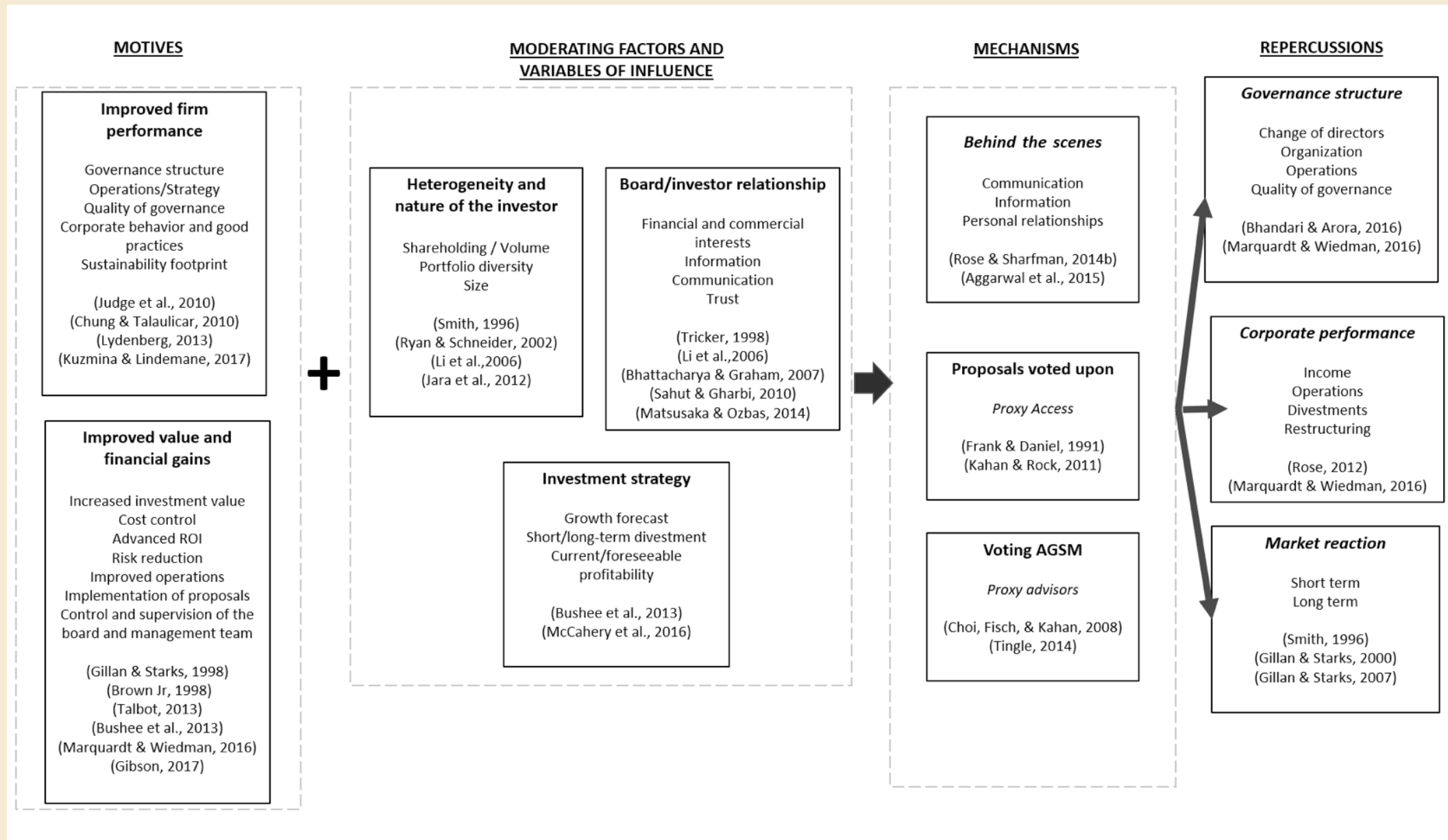
Source: Prepared in-house based on relationships found in literature

### 3. RESULTS AND CONCLUSIONS

Based on our review of the existing literature, we can assert that, despite the fact that the growing presence of institutional investment in listed firms and the evolution of the scientific study of its influence in order to ascertain its impact on corporate governance decisions, there are no conclusive theories and data to date that decisively explain the effects of a shift in the balance of corporate decision-making power, going from a "board-centric model" to one of greater investor empowerment and activism or "investor-centric model". However, this review of the existing literature and the advances achieved allowed us to draw a concept map that contributes to focus research on this field.

The breeding ground for activism is provided by investors' intrinsic motives and the factors that participate in their implementation, which lead to different behavioral models for participating in the corporate governance decisions of the firms in which they hold interests. In turn, this behavior seems to have a different effect depending on the power transfer mechanisms used, whether through personal relationships between investors and directors, through proposals put to the board to be voted at annual general shareholders' meetings or through voting recommendations made by proxy advisors. The academic research carried out to date demonstrates that investor influence and repercussion is the product of different decisive factors and variables which, in certain combinations of personal incentives, composition and volume of the portfolio, level of information used or trust, together with the investor's envisaged return and growth, can determine the effectiveness of the different mechanisms in influencing the board's structure and organization, firm performance or shareholder wealth in different ways.

Figure 1. Concept map and synthesis of the institutional investor activism process



Source: Prepared in-house

---

## REFERENCES

- Aggarwal, R., Saffi, P. A., & Sturgess, J. (2015). The role of institutional investors in voting: Evidence from the securities lending market. *The Journal of Finance*, 70(5), 2309-2346.
- Avetisyan, E., & Hockerts, K. (2017). The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of institutional retrogression. *Business Strategy and the Environment*, 26(3), 316-330.
- James, D. (1933). The modern corporation and private property, by Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means. *Indiana Law Journal*, 8(8), 11.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. (2007). Institutional ownership and firm performance: Evidence from Finland. Available at SSRN 1000092.
- Bolton, P., Li, T., Ravina, E., & Rosenthal, H. L. (2019). Investor ideology (No. w25717). National Bureau of Economic Research.
- Bratton, W. W., & Wachter, M. L. (2010). The case against shareholder empowerment. *University of Pennsylvania Law Review*, 653-728.
- Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2013). Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 123-149.
- Capron, L. (2017). Maria goranova and lori verstegen ryan (eds.), *shareholder empowerment: A new era in corporate governance*. Los Angeles, CA: SAGE Publications.
- Choi, S. J., Fisch, J. E., & Kahan, M. (2008). Director elections and the role of proxy advisors. *S. Cal. L. Rev.*, 82, 649.
- Rivera, V. M. (2012). Documento elaborado por el grupo de expertos para evaluar la actividad de los "proxy advisors" en relación con los emisores españoles. *Revista de derecho de sociedades*, (39), 481-484.
- Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293-340.
- Fisch, J. E., & Sepe, S. M. (2019). Shareholder Collaboration. *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper*, (18-22).
- Foley, S. (2015). Can US shareholders have too much democracy? Retrieved from <https://www.ft.com/content/7bef7b72-ef17-11e4-87dc-00144feab7de>
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1996). *The economic structure of corporate law*. Harvard University Press.
- Gantchev, N., Gredil, O., & Jotikasthira, C. (2018). Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism. *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper*, (562).
- Gibson, R., & Krueger, P. (2018). The sustainability footprint of institutional investors. *Swiss Finance Institute Research Paper*, (17-05).
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275-305.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. Available at SSRN 663523.
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.
- Hannes, S., & Kamar, E. (2018). 23. The Teva case: a tale of a race to the bottom in global securities regulation. *Research Handbook on Representative Shareholder Litigation*, 372.
- Heineman Jr, B. W., & Davis, S. (2011). Are institutional investors part of the problem or part of the solution. *Yale School of Management and Millstein Center for Corporate Governance and Performance*, Available at [Http://Millstein.Som.Yale.Edu/Sites/Millstein.Som.Yale.Edu/Files/80235\\_CED\\_WEB.Pdf](http://Millstein.Som.Yale.Edu/Sites/Millstein.Som.Yale.Edu/Files/80235_CED_WEB.Pdf),
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states* (Vol. 25). Harvard university press.
- Hitz, J. M., & Lehmann, N. (2018). Empirical evidence on the role of proxy advisors in European capital markets. *European Accounting Review*, 27(4), 713-745.
- Iliev, P., & Lowry, M. (2015). Are mutual funds active voters? *Review of Financial Studies*, 28(2), 446-485. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=101033417&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip,shib>
- Ingley, C. B., & van, d. W. (2004). Corporate governance, institutional investors and conflicts of interest. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 534-551.



- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J., & López-de-Foronda, Ó. (2012). Does the influence of institutional investors depend on the institutional framework? An international analysis. *Applied Economics*, 44(3), 265-278.
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Judge, W. Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M. (2010). Antecedents of shareholder activism in target firms: Evidence from a multi-country study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 258-273.
- Karpoff, J. M. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings. Available at SSRN 885365.
- Kuzmina, J., & Lindemane, M. (2017). ESG INVESTING: NEW CHALLENGES AND NEW OPPORTUNITIES. *Journal of Business Management*, (14).
- Li, D., Moshirian, F., Pham, P. K., & Zein, J. (2006). When financial institutions are large shareholders: The role of macro corporate governance environments. *The Journal of Finance*, 61(6), 2975-3007.
- Lydenberg, S. (2013). Responsible investors: Who they are, what they want. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 44-49.
- Mallin, C. (2001). Institutional investors and voting practices: An international comparison. *Corporate Governance: An International Review*, 9(2), 118. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=10452400&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip,shib>
- Marquardt, C., & Wiedman, C. (2016). Can shareholder activism improve gender diversity on corporate boards? *Corporate Governance: An International Review*, 24(4), 443-461.
- Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2014, February). Managerial accommodation, proxy access, and the cost of shareholder empowerment. In AFA 2013 San Diego Meetings Paper (pp. 02-12).
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- McNulty, T., & Nordberg, D. (2016). Ownership, activism and engagement: Institutional investors as active owners. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 346-358.
- PwC. (2016). The swinging pendulum: Board governance in the age of shareholder empowerment. Retrieved from <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gobierno-responsabilidad-corporativa/annual-corporate-directors-survey-pwc-2016.html>
- Rose, P., & Sharfman, B. S. (2014). Shareholder activism as a corrective mechanism in corporate governance. *Brigham Young University Law Review*, 2014(5), 1015-1051.
- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*, 27(4), 554-573.
- Sahut, J. M., & Gharbi, H. O. (2010). Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms. *International Journal of Business*, 15(1), 33.
- Sauerwald, S., Van Oosterhout, J. (.), & Van Essen, M. (2016). Expressive shareholder democracy: A multilevel study of shareholder dissent in 15 western european countries. *Journal of Management Studies*, 53(4), 520-551.
- Sherman, H., Beldona, S., & Joshi, M. (1998). Institutional investor heterogeneity: implications for strategic decisions. *Corporate Governance: An International Review*, 6(3), 166-173.
- Smith, M. P. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CALPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.
- Steffee, S. (2016). Shareholders speak out: Boards are feeling increased pressure from activist investors. *Internal Auditor*, 73(6), 11-13.
- Tingle, B. C. (2014). Bad company-the assumptions behind proxy advisors voting recommendations. *Dalhousie LJ*, 37, 709.
- Tricker, B. (1998). The role of the institutional investor in corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 6(4), 213-216.







**Miguel Bolaños Hervás**  
Universidad Pontificia  
Comillas  
✉  
mbolanos@comillas.edu

# Poder y gobierno corporativo en manos del accionista: un mapa conceptual del proceso de activismo del inversor institucional

Power and corporate governance in the hands of shareholders: a conceptual map of the institutional investor activism process



**Paloma Bilbao Calabuig**  
Universidad Pontificia  
Comillas  
✉  
pbilbao@icade.comillas.edu

## I. INTRODUCCIÓN

La inversión institucional representa a diferentes tipos de instituciones – como pueden ser bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de cobertura o fondos de inversión – que agregan los activos de un gran número de personas físicas y jurídicas, consiguiendo grandes concentraciones de capital lo que les permite hacer grandes inversiones diversificadas. Estas grandes inversiones suponen una mayor concentración de propiedad en las empresas en las que los inversores institucionales invierten, otorgándoles así una mayor influencia sobre ellas, y diferenciándolos de los inversores individuales que componen el mercado minorista. A su vez, estos inversores institucionales tienen el deber fiduciario de tomar decisiones de inversión y actuar en favor de los accionistas partícipes de sus fondos, que ponen el dinero en sus manos y para los cuales el inversor institucional ha de actuar con el objetivo de obtener los mejores intereses (Iliev y Lowry, 2015).

Para poner en práctica e influenciar con sus intereses sobre las decisiones de gobierno corporativo que toman los consejos de administración de las empresas en las que invierten, los inversores



### **RESUMEN DEL ARTÍCULO**

El presente artículo desarrolla un mapa conceptual en el campo del activismo del accionista y su influencia sobre las decisiones de gobierno corporativo que toma el consejo de administración. Por medio de una revisión de literatura de 69 artículos académicos, categorizamos el activismo del inversor institucional según las motivaciones que empujan a ejercerlo, los factores y variables que influyen en su nivel de intensidad, los mecanismos para ponerlo en práctica y las repercusiones e impactos que puede ejercer, obteniendo una agrupación y orden de variables que contribuye a una mayor sistematización de este campo de estudio de cara a profundizar en futuras investigaciones.

### **EXECUTIVE SUMMARY**

This article develops a concept map in the field of shareholder activism and its influence on corporate governance decisions taken by the board of directors. After reviewing the literature of 69 academic articles, we categorized institutional investor activism according to the motives behind it, the factors and variables that influence its level of intensity, the mechanisms for putting it into practice and its repercussions and impacts, obtaining a group and order of variables that contribute to the greater systematization of this field of study in order to explore it in future research.

institucionales ejercen presión a través de lo que es conocido como “activismo del inversor” (Bratton y Wachter, 2010). Tal y como sugieren Bebchuk, Cohen et al. (2017), en este activismo ejercido por el inversor institucional se encuentra presente el problema de agencia, expuesto en sus orígenes por Jensen y Meckling (1976), ya que se manifiesta el conflicto de intereses entre la propiedad en manos de los inversores institucionales y los miembros de los consejos de administración de estas empresas. Estos inversores ejercen diferentes mecanismos de control sobre las funciones y las decisiones estratégicas que llevan a cabo los consejos de administración de las empresas en las que invierten, presionándoles a enfocar los objetivos, las estrategias y las decisiones de la empresa hacia sus propios intereses, y provocando una lucha de poder entre accionistas por un lado, y consejeros y gestores por otro (Berle y Means, 1932, citados en Mallin, 2001; Ingley y van der Walt, 2004).

**...los inversores institucionales ejercen presión a través de lo que es conocido como “activismo del inversor”**

El ejercicio del activismo institucional ha sido motivo de estudio académico desde hace años aunque con resultados inconsistentes y sin datos concluyentes, (Hirschman, 1970; Mallin, 2001; Marquardt y Wiedman, 2016; McNulty y Nordberg, 2016; Sherman, Beldona, y Joshi, 1998).

Fuera del ámbito científico, también se ha puesto el foco sobre la mayor influencia y relevancia del inversor institucional en las decisiones corporativas, poniéndose de manifiesto ya en 2011 que el 70% de las grandes compañías cotizadas estaban en manos de este tipo de inversores (Heineman Jr y Davis, 2011). Este traspaso de poder a la propiedad institucional plantea la discusión y el debate académico en torno a la efectividad y beneficios de conceder más poder al accionista y del activismo que se pone en práctica. Así mismo, el interés científico ha crecido en torno a las motivaciones que empujan al inversor para hacerse oír (Del Guercio y Hawkins, 1999; Judge, Gaur, y Muller-Kahle, 2010), los factores y variables que determinan el nivel de intensidad de su activismo (Sahut y Gharbi, 2010; Smith, 1996); la eficacia de los mecanismos intermediarios que se utilizan para llevarlo a cabo (Karpoff, 2001; McCahery, Sautner, y Starks, 2016) o el impacto que genera sobre el valor del accionista (Karpoff, 2001; Rose y Sharfman, 2014).

Si bien existe una amplia literatura circunscrita alrededor de los parámetros individualizados que intentan explicar el activismo del inversor, hasta el momento no existe una integración de factores que

sistematice y constituya un marco teórico unificado. Por ello, con la intención de cubrir este vacío, proponemos un mapa conceptual sobre las motivaciones, factores y mecanismos que intervienen sobre el activismo institucional, para clarificar las variables que determinan su influencia en las decisiones de gobierno corporativo que llevan a cabo los consejos de administración, de tal forma que sirva de modelo útil, tanto a académicos como a *practitioners*, para una mayor sistematización y orden de este campo de estudio.

#### **PALABRAS CLAVE**

Gobierno corporativo, inversor institucional, empoderamiento del accionista, activismo.

#### **KEY WORDS**

Corporate governance, institutional investor, shareholder empowerment, activism.

## **2. REVISIÓN DE LITERATURA**

### **2.1. Cambio de poder en la toma de decisiones de gobierno corporativo: Del *board-centric model* al *investor-centric model***

En los últimos años se ha detectado un cambio de modelo operativo en la toma de decisiones de gobierno corporativo, pasando de aquel que estaba basado en decisiones tomadas íntegramente por el consejo – “*board-centric model*” – hacia un modelo de creciente auge donde el empoderamiento del inversor y su activismo toman protagonismo – “*investor-centric model*” (PricewaterhouseCoopers 2016 citado en Steffee (2016), ofreciendo una nueva “perspectiva refrescante sobre el gobierno corporativo” de las empresas (Capron, 2017). Según esta visión, el activismo toma forma a través de la presión que ejerce el inversor sobre las decisiones estratégicas de los consejos de administración de las empresas donde invierten, tales como (PwC, 2016): (i) sugerir nuevos consejeros; (ii) cambios en la composición y diversidad del consejo; (iii) decisiones sobre cómo el capital debe ser distribuido; (iv) nuevas inversiones o dividendos; (v) la manera en la que los inversores se comunican con el consejo y la información que se transmite; (vi) la evaluación de las estrategias y rendimiento del consejo; además de (vii) decidir activamente sobre las políticas retributivas de la compañía.

El empoderamiento del accionista actúa como motor de su activismo y ha sido definido de distinta forma por diferentes autores, como por ejemplo “el giro de la toma de decisiones del consejo de administración y la dirección ejecutiva hacia los accionistas” (Bratton y Wachter, 2010) o el enfoque de Goranova y Ryan (2014), quienes consideran que se trata de un “cambio en la asignación de poder de los ejecutivos corporativos y consejeros a favor de los accio-

nistas”. El poder del inversor le sitúa en una posición en la que su voz puede ser escuchada y tenida en cuenta con mayor interés, lo que motiva y promueve su activismo (Aggarwal, Saffi, y Sturgess, 2015; Judge et al., 2010). Ejemplo de ello es el caso expuesto por Hannes Sharon y Kamar Ehud (2018) con referencia a la compañía Teva Pharmaceutical Industries, el mayor fabricante de medicamentos genéricos del mundo, empresa en la que el poder de la acción activista de los inversores terminó con el ocultismo existente sobre la transparencia en las remuneraciones de los primeros ejecutivos de la compañía. Rose y Sharfman (2014) sugieren que ciertos tipos de activismo tienen el potencial de actuar como mecanismos correctivos y de mejora sobre el marco de gobierno corporativo de las empresas invertidas por los accionistas. En la misma línea, Marquardt y Wiedman (2016) señalan que la creciente relevancia y el peso que está adquiriendo la inversión institucional en los accionarios de las empresas viene motivado por la capacidad de mejorar e influir en el gobierno corporativo de las compañías a través de la acción colectiva. Igualmente, otros autores defienden la idea de que la oposición del inversor a las propuestas del consejo de administración, y que son sometidas a votación en las juntas generales de accionistas, expresa una evaluación de la configuración del gobierno corporativo de la empresa, democratizando de esta forma las decisiones a nivel de consejo (Sauerwald, Van Oosterhout, y Van Essen, 2016).



## 2.2. En búsqueda de un mejor desempeño social Vs rendimiento económico

El estudio de la motivación para el ejercicio del activismo del inversor pasa por la dicotomía existente entre el activismo social o el activismo económico-financiero, dependiendo de la finalidad en el planteamiento de las acciones activistas. Ambos tipos de activismo difieren del objetivo que busca el accionista a través de sus acciones. Marquardt y Wiedman (2016) definen a los activistas con motivación económica, como aquellos cuyo objetivo principal es obtener rendimientos financieros, mientras que la motivación social promueve en el inversor la utilización de sus inversiones y otros recursos "para cambiar políticas corporativas injustas o dañinas".

En la literatura encontramos diferentes estudios de ambos tipos de motivaciones. Por ejemplo, con una visión de mejora del ren-

dimiento económico, Brown Jr (1998) concluye que los inversores institucionales ven el gobierno corporativo principalmente como una herramienta con la que mejorar el desempeño financiero. O por su lado, Gillan y Starks (1998) sugieren que los accionistas tienen el potencial de aumentar el valor de su inversión mediante la realización de actividades de control y supervisión sobre el consejo de administración aunque esto suponga un elevado coste. Esta es la razón por la que exponen que sólo el gran accionista, inversor institucional, obtendrá un retorno de su inversión que compensa estos costes asociados. Los mismos autores también proponen que el activismo de los inversores institucionales viene motivado por el pobre rendimiento de las empresas que se encuentran en sus portafolios de inversión y la presión ejercida por éstas para intentar mejorar el valor para el accionista (Gillan y Starks, 2000). Esta idea es similar a la planteada por Ingle y van der Walt (2004) quienes concluyen que el elemento clave que motiva el activismo del inversor es la prosperidad corporativa general y la creación de riqueza para los accionistas a largo plazo.

***Supervisión y control del consejo y del equipo gestor para la mejora del desempeño económico***

Algunos autores sugieren que los inversores institucionales ven el control del gobierno corporativo principalmente como una palanca que refuerza la búsqueda de mejora en los resultados financieros de la compañía, como un medio para el fin de proteger o mejorar el desempeño económico, medio que se plasma en la supervisión del consejo y del equipo gestor. Esta acción de supervisión y control impulsada por la motivación financiera, prevalece a pesar de los costes de agencia significantes que genera, ya que los administradores de fondos persiguen metas personales que guían su gestión, además de su responsabilidad fiduciaria, por lo que esta actividad de supervisión prevalece sobre los costes colaterales de agencia que se pueden generar (Brown Jr, 1998; Gillan y Starks, 1998).

***Inversión socialmente sostenible***

Paralelamente, otros estudios plantean el objetivo social como fin principal del activismo del inversor, y con un interés creciente en las iniciativas ambientales, sociales y de gobierno, que han ganado un impulso significativo en los últimos años (Kuzmina y Lindemane, 2017; Lydenberg, 2013). Esta inversión socialmente responsable ha pretendido infundir nuevas normas y valores en el sector de la inversión (Avetisyan y Hockerts, 2017). Este tipo de activismo,



tal y como concluye Gibson (2017), puede promover acciones de “inversión sostenible o responsable” que aboga por una “huella de sostenibilidad” como fuente de motivación. La inversión socialmente sostenible incide en las decisiones de gobierno corporativo teniendo en cuenta los riesgos potenciales, en muchos casos medioambientales, a los que se exponen las empresas invertidas, riesgos que están directamente relacionados con el desempeño económico de la inversión.

Tabla 1. Resumen de factores motivadores del activismo del inversor

DESEMPEÑO SOCIAL	DESEMPEÑO ECONÓMICO
Estructura de gobierno	Valor inversión
Operaciones	Control de costes
Estrategia	Crecimiento
Calidad de la gobernanza	Disminución de riesgos
Conducta corporativa	Operativa del consejo
Buenas prácticas	Implantación de propuestas
Huella de sostenibilidad	Control y supervisión del consejo y equipo gestor

Fuente: Elaboración propia a partir de las relaciones encontradas en la literatura

### 2.3. Factores moderadores y variables de influencia en el nivel de activismo

#### *Heterogeneidad y naturaleza de la propiedad institucional*

La diversidad del inversor institucional, determinada por la composición de su portfolio de inversores, el tamaño del inversor o el volumen de sus participaciones o incluso su ideología o entornos macro de gobierno corporativo donde se desenvuelven, han sido estudiadas y relacionadas con su nivel de activismo, así como con su propensión a mantener determinada concentración de capital en sus empresas invertidas (Aggarwal et al., 2015; Bolton, Li, Ravina, y Rosenthal, 2019; Judge et al., 2010; Li, Moshirian, Pham, & Zein, 2006; Marquardt y Wiedman, 2016; Ryan y Schneider, 2002; Sahut y Gharbi, 2010; Sherman et al., 1998; Smith, 1996). Esta diversidad de características que definen a los inversores institucionales, es el argumento utilizado por Ryan y Schneider (2002) para justificar diferentes niveles de activismo, sugiriendo que si bien no hay evidencia sobre qué tipo de inversor es más activo en tomar parte de las decisiones del consejo, la complejidad existente por el conjunto de características, dan forma a la propensión del activismo del inversor

y ésta da lugar a diferentes comportamientos y actitudes frente a cuestiones de gobierno corporativo. Por tanto, la literatura sugiere como imprescindible considerar esta mezcla de factores y variables para medir los resultados e impacto del activismo de los inversores sobre el rendimiento de las empresas donde invierten. En consecuencia, el horizonte de inversión, el tamaño y la concentración de poder en manos de los inversores institucionales, así como la diversidad y tipología de inversores, junto con el nivel de relación entre el inversor y la compañía, son en conjunto necesarios para explicar el comportamiento del accionista institucional en cuanto a su activismo se refiere, no pudiéndose considerar de forma aislada cada uno de ellos (Jara et al., 2012; Sahut y Gharbi, 2010).

#### **Comunicación y relación consejo-inversor**

Tricker, (1998) plantea que las relaciones entre el consejo de administración y sus accionistas son una cuestión de confianza y el activismo ejercido depende de esta confianza mutua. Así lo corroboran Sahut y Gharbi (2010) quienes sugieren que si bien el creciente empoderamiento del inversor viene dado por la proliferación de la democratización de los procesos en la toma de decisiones del consejo de administración, las vías de comunicación y los lazos de relaciones directas que el inversor institucional tiene con los consejos de las empresas donde invierte, son parte esencial en el proceso de influencia de su activismo. Argumento consistente con el propuesto por Matsusaka y Ozbas (2014) quienes analizan cómo afecta el manejo de información que puedan tener tanto inversores para ejercer su activismo a través de su voto en las juntas generales de accionistas, como la que poseen las empresas sobre sus inversores institucionales gracias a estas relaciones personales. Concluyen los autores que el nivel de influencia del activismo está relacionado con la adquisición de esta información. Es decir, el impacto del activismo depende en gran medida de la información que los inversores tienen antes de votar, así como lo que saben las compañías sobre las preferencias de sus inversores, trabajando un modelo colaborativo que promueve iniciativas y agrega valor a las decisiones que se toman (Fisch y Sepe, 2018). Esta relación bilateral entre inversores y consejeros de las compañías en la que invierten, aparece también en los estudios de Bhattacharya y Graham (2007) y de Li et al. (2006), quienes afirman que es un aspecto clave para la involucración del inversor en el gobierno de las empresas y para intentar mejorar el valor de las mismas. En sus investigaciones estos autores





distinguen entre inversores institucionales sensibles, menos propensos al activismo, o aquellos resistentes a la presión, más propensos a acciones activistas, dependiendo de su relación financiera o comercial con las compañías donde invierten. Así, los bancos o las compañías de seguros – inversores institucionales sensibles – pueden pasar por alto ciertos problemas del gobierno corporativo al mantener relaciones comerciales y de inversión con empresas no financieras. Sin embargo, los fondos de pensiones o las fundaciones – inversores resistentes – pueden tener mayor interés en controlar de manera eficiente las decisiones de gobierno de las empresas en las que son accionistas, si el marco legal para el gobierno corporativo es propicio para mejorar la tarea de control o si el inversor tiene una participación suficientemente alta en la compañía.

#### ***Estrategia de inversión***

Los accionistas con una visión a largo plazo de su inversión, estrategia en la que existe una menor preocupación por la liquidez de las acciones, tienen un mayor interés y preocupación por intervenir directa y activamente en las decisiones estratégicas que se toman en la compañía, idea antigua que perdura hasta nuestros días desde que fue planteada por Hirschman (1970). Esta sensibilidad del inversor institucional frente a los asuntos de gobierno con una visión largoplacista, es analizada también por Bushee et al., (2013), quienes identifican cómo de importante es para los inversores institucionales involucrarse en diferentes decisiones y mecanismos del consejo de administración. Demuestran que existe correlación entre la tipología de inversor en función de los portfolios que le caracterizan, y las preferencias de asuntos de gobierno corporativo en los que son más activos. La conclusión a la que llegan es que los grandes inversores institucionales con amplios portfolios de compañías invertidas y con estrategias de crecimiento a largo plazo son más sensibles y están más preocupadas por los mecanismos y decisiones de gobierno corporativo de las empresas en las que invierten, viendo estos mecanismos como medios estratégicos para abaratar costes de control y supervisión sobre los equipos gestores de estas compañías. Conclusiones parecidas a las que llegan McCahery et al., (2016) quienes relacionan positivamente el activismo del inversor con su estrategia y horizonte de inversión a largo plazo para obtener un mayor rendimiento de lo invertido.



Tabla 2. **Resumen de factores moderadores y variables de influencia en el activismo del inversor**

HETEROGENEIDAD Y NATURALEZA DEL INVERSOR	RELACIÓN CONSEJO-INVERSOR	ESTRATEGIA DE INVERSIÓN
Participación/Volumen de inversión Diversidad del portfollio Tamaño del inversor	Intereses financieros-comerciales Comunicación Información Confianza	Horizonte de desinversión Crecimiento Rentabilidad

Fuente: Elaboración propia a partir de las relaciones encontradas en la literatura

## 2.4. Mecanismos de influencia del inversor institucional sobre las decisiones de gobierno

La revisión de la literatura sobre activismo institucional nos ha permitido identificar tres tipos de mecanismos con los que el inversor puede ejercer su activismo: (1) relaciones personales; (2) propuestas al consejo para ser votadas; (3) ejercicio del voto en las juntas generales de accionistas.

### **Comunicación y relaciones personales “behind the scenes”**

Rose y Sharfman (2014) defienden la teoría de que el activismo opera y funciona a través de relaciones de influencia y no de control o autoridad. Esta idea concuerda con lo planteado por Tricker (1998) y Sahut y Gharbi (2010) o posteriormente Aggarwal et al., (2015), quienes analizan este mecanismo, conocido como actuación “detrás de la escena” o “behind the scenes”, en la que se utilizan las relaciones personales, conversaciones privadas y confidenciales entre inversores y consejeros para conseguir determinadas acciones y objetivos. Esta teoría de lazos relacionales entre inversores y consejeros de las compañías donde invierten también es defendida por Jara-Bertin, López-Iturriaga et al. (2012). En su estudio vinculan la concentración de poder de la propiedad institucional con la fuerza de las relaciones generadas y su efecto sobre el desempeño de las empresas. Sugieren que una vez que los inversores alcanzan el poder suficiente para impugnar o desafiar el control del mayor accionista, se involucran de forma efectiva en el gobierno de las empresas para intentar mejorar su valor. Paralelamente, descubren que a bajos niveles de propiedad, un aumento en la participación implica una mayor participación en el control y relación con los consejeros y la toma de decisiones. Sin embargo, a altos niveles de propiedad institucional, los inversores alcanzan un poder exce-

sivo y éstos pueden actuar de manera que perjudique los intereses de los accionistas y conduzca a una disminución en el rendimiento de la empresa. Adicionalmente, encuentran que los inversores resistentes a la presión, que actúan de manera más independiente, son más capaces de mejorar el valor de la empresa a través de su acción activista. Si bien, esta presión relacional puede ir en ambos sentidos, ya que su uso por parte de los inversores a nivel de dirección o sobre los propios consejeros, puede suponer la “amenaza” de salir de la empresa por medio de la desinversión en la compañía si no se cumplen determinados requerimientos (Goranova y Ryan, 2014). También puede ocurrir que estas “amenazas” surtan efecto sin necesidad de llegar a desinvertir en la empresa, provocando en algunos casos una reducción de los costes de agencia o mejorando el rendimiento operativo (Gantchev, Gredil, y Jotikasthira, 2018).

#### ***Propuestas al consejo sujetas a votación***

Con este mecanismo el inversor institucional ejerce su influencia a partir de su derecho a enviar propuestas, o puntos a debatir, para ser incluidos en las agendas de las juntas generales de accionistas, articulando de esta manera un mecanismo formal para que la voz del inversor se pueda oír en asuntos de gobierno corporativo de las empresas donde invierten (Easterbrook y Fischel, 1996). Diferentes autores han analizado las implicaciones, beneficios y los costes de este tipo de activismo, distinguiendo entre el derecho a proponer y el derecho a aprobar. Matsusaka y Ozbas (2014) sugieren que el derecho a proponer es más potente que el derecho a aprobar, ya que el poder de proponer crea una presión para que los consejeros acomoden sus decisiones a los accionistas más importantes, ya sea comprometiéndose con la política en cuestión o entregando beneficios secundarios al activista. Adicionalmente otros argumentos cuestionan la eficiencia y el riesgo de llevar propuestas al consejo por parte de los inversores, sugiriendo que abrir la decisión democráticamente a los accionistas sobre asuntos de especial relevancia, puede conllevar el riesgo de no dejar trabajar correctamente a los consejos de administración, ralentizando o incluso errando decisiones que se han de tomar de forma ágil y profesional (Foley, 2015).

#### ***Ejercicio del voto en las juntas generales de accionistas***

La tercera de las opciones utilizada como mecanismo activista, consiste en dejarse oír públicamente ejercitando el voto a favor o en contra de las propuestas del consejo en la junta de accionistas co-



respondiente. El activismo ejercido a través del voto se basa en la suposición de que el voto de los accionistas es un poderoso mecanismo de gobierno corporativo que les permite asegurar sus intereses en la empresa (Frank y Daniel, 1991). Diferentes estudios han intentado demostrar la eficacia de este mecanismo. Por ejemplo, Sauerwald et al. (2016) analizan 12.513 propuestas votadas en 717 empresas que figuran en 15 países de Europa Occidental, demostrando que al votar en contra de propuestas sugeridas por la junta, los accionistas expresan su evaluación sobre el gobierno corporativo de las compañías en las que participan, con el propósito de encaminarlas hacia posteriores cambios de gobierno y de liderazgo en estas empresas, corroborando los argumentos de Cai et al, (2009) y Fischer et al. (2009).

***Proxy advising como mecanismo intermediario de influencia del inversor en el ejercicio del voto***

Aunque el inversor institucional puede hacer uso de su derecho a votar de forma directa en las juntas generales de accionistas, existe un asesoramiento externo a través de firmas conocidas como *proxy advisors*, que recomiendan sobre el sentido del voto en cada una de las propuestas en la junta. Estas empresas son entidades, en teoría independientes, que prestan servicios a los inversores, principalmente institucionales, para asesorarles en relación con el ejercicio de sus derechos de voto como accionistas, derivado de la titularidad de sus acciones en las sociedades cotizadas donde participan (Rivera, 2012). Su influencia ha crecido de forma notable y global en la última década (McCahery, Sautner, y Starks, 2016; Tingle, 2014), fruto de las regulaciones que pretenden reforzar el peso de los accionistas en las decisiones sobre gobierno corporativo de las compañías cotizadas, si bien el uso de los servicios ofrecidos por los *proxy advisors* es mayor en aquellos países con menor o más débil protección legal del inversor y en empresas con propiedad extranjera (Hitz y Lehmann, 2017). Es decir, este activismo del inversor a través de *proxy advisors*, puede ser considerado como un “mecanismo intermediario” de influencia creciente ante las decisiones de gobierno corporativo de las compañías donde invierten los accionistas, y a los que se transfiere poder desde el inversor institucional.



## 2.5. Impacto y repercusiones del activismo sobre las decisiones de gobierno corporativo

Los argumentos en cuanto al nivel de consecución de los objetivos propuestos por el activismo, son diversos y no concluyentes, indicando la mayoría de la evidencia empírica que el activismo de los accionistas puede provocar pequeños cambios en las estructuras de gobierno de las empresas, pero tiene un impacto insignificante en los valores de las acciones, consiguiendo por tanto pequeñas mejoras en la riqueza del accionista y sus ganancias (Gillan y Starks, 1998; Gillan y Starks, 2000; Karpoff, 2001; Marquardt y Wiedman, 2016). Los investigadores que hacen hincapié en los cambios de las estructuras de gobierno como objetivo del activismo, reconocen éste como una herramienta exitosa para mejorar el desempeño de la empresa. Por el contrario, los que enfocan el activismo hacia cambios en el valor de las acciones, los ingresos o las operaciones, lo caracterizan como algo que tiene un efecto insignificante sobre su objetivo (Marquardt y Wiedman, 2016b). La realidad demostrada es, que a lo largo de la historia académica en el campo de estudio del activismo, ha habido diversidad de resultados y repercusiones encontradas, indistintamente a favor y en contra de su efectividad:

### ***Eficacia de los mecanismos en el ejercicio del activismo***

En cuanto a la eficacia de los mecanismos utilizados para el ejercicio del activismo, Aggarwal et al., (2015) demuestran que los inversores utilizan diferentes vías de comunicación para poner en práctica el activismo, sugiriendo que los canales más comunes se ejercitan “detrás de la escena”, por medio de discusiones con la gerencia y el consejo. Al igual que otros autores, analizan la conducta del inversor institucional a través de estas conversaciones “detrás de la escena”, con el objetivo de descubrir su eficacia ante la amenaza de desinversión y salida de la compañía como presión para impulsar determinadas decisiones de gobierno, en comparación con el ejercicio del voto o propuestas en las juntas generales de accionistas (Iliev y Lowry, 2015). Constatan que más del 40% de los inversores encuestados consideran que la amenaza para salir de la empresa es la manera más efectiva para ejercer presión sobre el consejo de administración. Si esta amenaza es creíble, la desinversión en la empresa no se producirá, mientras que el consejo doblega antes los requisitos del inversor. Paralelamente, Aggarwal et al., (2015) exponen que el ejercicio del voto es un mecanismo



importante y efectivo para influir en las decisiones de gobierno corporativo, aunque sólo en aquellos inversores con volumen y tamaño suficiente como para ejercerlo.

**Tabla 3. Resumen de impactos y repercusiones del activismo del inversor institucional**

IMPACTO	REPERCUSIÓN
Estructura de gobierno Valor de la acción Reestructuraciones Desempeño de la compañía Calidad y refuerzo de gobierno	Elección / reelección de consejeros Planes de compensación Reacción a corto / largo plazo Inversión / Desinversión Ingresos/Operaciones/Crecimiento Transparencia/Comunicación

Fuente: Elaboración propia a partir de las relaciones encontradas en la literatura

### 3. RESULTADOS Y CONCLUSIONES

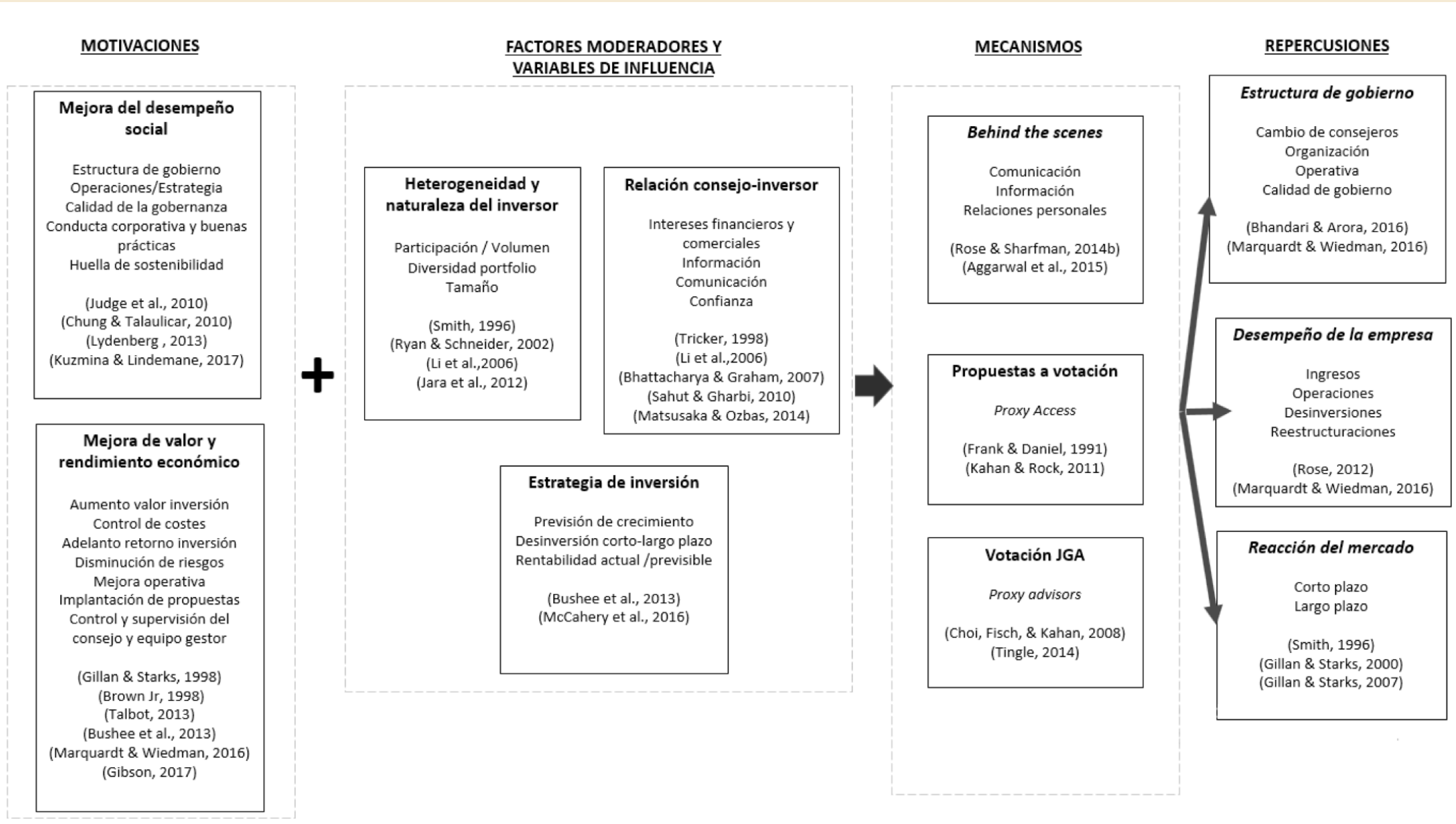
Nuestra revisión de literatura nos ha permitido aseverar, que a pesar de la creciente presencia de inversión institucional en las compañías cotizadas y la evolución del estudio científico de su influencia de cara a conocer el impacto que ejercen en las decisiones de gobierno corporativo, no existen teorías y datos concluyentes hasta el momento que expliquen de una forma determinante los efectos de un cambio en la balanza de poder de las decisiones corporativas, pasando del “*board-centric model*” – hacia un modelo de mayor empoderamiento del inversor y su activismo – “*investor-centric model*”. Esta revisión sobre la literatura existente y los avances conseguidos nos ha posibilitado, sin embargo, dibujar un mapa conceptual que contribuye a centrar la investigación en este campo.

El caldo de cultivo para la generación del activismo se crea a partir de las motivaciones intrínsecas del inversor junto con los factores que intervienen en su puesta en marcha, y conducen a diferentes modelos de comportamiento de cara a intervenir en las decisiones corporativas de las compañías en las que participan. A su vez, este comportamiento parece repercutir de forma distinta en función de los mecanismos utilizados como transmisores de poder, ya sean por medio de relaciones personales entre inversores y consejeros,

a través de propuestas al consejo para ser sometidas a votación en las juntas generales de accionistas o dejándose llevar por las recomendaciones de voto de *proxy advisors*. Lo que demuestra la investigación académica hasta el momento, es que la influencia y repercusión del inversor es producto de distintos factores y variables determinantes, cuya combinación dada por incentivos personales, composición y volumen de la cartera, nivel de información manejada o confianza, unido a los objetivos de rentabilidad y crecimiento del propio inversor, pueden determinar la efectividad de los distintos mecanismos para repercutir de diferente forma en la estructura y organización del consejo, *performance* de la compañía o la riqueza del accionista.



Figura 1. Mapa conceptual y síntesis del proceso del activismo del inversor institucional



Fuente: Elaboración propia



## REFERENCIAS

- Aggarwal, R., Saffi, P. A., & Sturgess, J. (2015). The role of institutional investors in voting: Evidence from the securities lending market. *The Journal of Finance*, 70(5), 2309-2346.
- Avetisyan, E., & Hockerts, K. (2017). The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of institutional retrogression. *Business Strategy and the Environment*, 26(3), 316-330.
- James, D. (1933). The modern corporation and private property, by Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means. *Indiana Law Journal*, 8(8), 11.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. (2007). Institutional ownership and firm performance: Evidence from Finland. Available at SSRN 1000092.
- Bolton, P., Li, T., Ravina, E., & Rosenthal, H. L. (2019). Investor ideology (No. w25717). National Bureau of Economic Research.
- Bratton, W. W., & Wachter, M. L. (2010). The case against shareholder empowerment. *University of Pennsylvania Law Review*, 653-728.
- Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2013). Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 123-149.
- Capron, L. (2017). Maria goranova and lori verstegen ryan (eds.), shareholder empowerment: A new era in corporate governance. Los Angeles, CA: SAGE Publications.
- Choi, S. J., Fisch, J. E., & Kahan, M. (2008). Director elections and the role of proxy advisors. *S.Cal.L.Rev.*, 82, 649.
- Rivera, V. M. (2012). Documento elaborado por el grupo de expertos para evaluar la actividad de los "proxy advisors" en relación con los emisores españoles. *Revista de derecho de sociedades*, (39), 481-484.
- Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). The motivation & impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293-340.
- Fisch, J. E., & Sepe, S. M. (2019). Shareholder Collaboration. U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper, (18-22).
- Foley, S. (2015). Can US shareholders have too much democracy? Retrieved from <https://www.ft.com/content/7bef7b72-ef17-11e4-87dc-00144feab7de>
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1996). The economic structure of corporate law. Harvard University Press.
- Gantchev, N., Gredil, O., & Jotikasthira, C. (2018). Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism. European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper, (562).
- Gibson, R., & Krueger, P. (2018). The sustainability footprint of institutional investors. Swiss Finance Institute Research Paper, (17-05).
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275-305.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. Available at SSRN 663523.
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.
- Hannes, S., & Kamar, E. (2018). 23. The Teva case: a tale of a race to the bottom in global securities regulation. *Research Handbook on Representative Shareholder Litigation*, 372.
- Heineman Jr, B. W., & Davis, S. (2011). Are institutional investors part of the problem or part of the solution. Yale School of Management and Millstein Center for Corporate Governance and Performance. Available at [http://Millstein.Som.Yale.Edu/Sites/Millstein.Som.Yale.Edu/Files/80235\\_CED\\_WEB.Pdf](http://Millstein.Som.Yale.Edu/Sites/Millstein.Som.Yale.Edu/Files/80235_CED_WEB.Pdf),
- Hirschman, A. O. (1970). Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states (Vol. 25). Harvard university press.
- Hitz, J. M., & Lehmann, N. (2018). Empirical evidence on the role of proxy advisors in European capital markets. *European Accounting Review*, 27(4), 713-745.
- Iliev, P., & Lowry, M. (2015). Are mutual funds active voters? *Review of Financial Studies*, 28(2), 446-485. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=101033417&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip,shib>
- Ingle, C. B., & van, d. W. (2004). Corporate governance, institutional investors and conflicts of interest. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 534-551.
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J., & López-de-Foronda, Ó. (2012). Does the influence of institutional investors depend on the institutional framework? An international analysis. *Applied Economics*, 44(3), 265-278.



- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Judge, W. Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M. (2010). Antecedents of shareholder activism in target firms: Evidence from a multi-country study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 258-273.
- Karpoff, J. M. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings. Available at SSRN 885365.
- Kuzmina, J., & Lindemane, M. (2017). ESG INVESTING: NEW CHALLENGES AND NEW OPPORTUNITIES. *Journal of Business Management*, (14).
- Li, D., Moshirian, F., Pham, P. K., & Zein, J. (2006). When financial institutions are large shareholders: The role of macro corporate governance environments. *The Journal of Finance*, 61(6), 2975-3007.
- Lydenberg, S. (2013). Responsible investors: Who they are, what they want. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 44-49.
- Mallin, C. (2001). Institutional investors and voting practices: An international comparison. *Corporate Governance: An International Review*, 9(2), 118. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=10452400&authtype=shib&lang=es&site=e-host-live&scope=site&authtype=ip,shib>
- Marquardt, C., & Wiedman, C. (2016). Can shareholder activism improve gender diversity on corporate boards? *Corporate Governance: An International Review*, 24(4), 443-461.
- Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2014, February). Managerial accommodation, proxy access, and the cost of shareholder empowerment. In *AFA 2013 San Diego Meetings Paper* (pp. 02-12).
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- McNulty, T., & Nordberg, D. (2016). Ownership, activism and engagement: Institutional investors as active owners. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 346-358.
- PwC. (2016). The swinging pendulum: Board governance in the age of shareholder empowerment. Retrieved from <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gobierno-responsabilidad-corporativa/annual-corporate-directors-survey-pwc-2016.html>
- Rose, P., & Sharfman, B. S. (2014). Shareholder activism as a corrective mechanism in corporate governance. *Brigham Young University Law Review*, 2014(5), 1015-1051.
- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*, 27(4), 554-573.
- Sahut, J. M., & Gharbi, H. O. (2010). Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms. *International Journal of Business*, 15(1), 33.
- Sauerwald, S., Van Oosterhout, J. (.), & Van Essen, M. (2016). Expressive shareholder democracy: A multilevel study of shareholder dissent in 15 western european countries. *Journal of Management Studies*, 53(4), 520-551.
- Sherman, H., Beldona, S., & Joshi, M. (1998). Institutional investor heterogeneity: implications for strategic decisions. *Corporate Governance: An International Review*, 6(3), 166-173.
- Smith, M. P. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CALPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.
- Steffee, S. (2016). Shareholders speak out: Boards are feeling increased pressure from activist investors. *Internal Auditor*, 73(6), 11-13.
- Tingle, B. C. (2014). Bad company-the assumptions behind proxy advisors voting recommendations. *Dalhousie LJ*, 37, 709.
- Tricker, B. (1998). The role of the institutional investor in corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 6(4), 213-216.

