

EL NECESARIO COMPROMISO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LA DEMOCRACIA ACCIONARIAL

Marina Pedrosa Lorente

*Graduada en Derecho y Administración y Dirección de Empresas.
Universidad Pontificia de Comillas-ICADE*

Este trabajo ha sido finalista en el **Premio Estudios Financieros 2016** en la modalidad de **Derecho Civil y Mercantil**.

El jurado ha estado compuesto por: don Rodrigo BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, don Alfonso CORONEL DE PALMA MARTÍNEZ AGULLÓ, don Ramón FERNÁNDEZ ACEYTUNO, doña Regina GAYA SICILIA, don Javier IZQUIERDO JIMÉNEZ y don Carlos LEMA DEVESA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

EXTRACTO

En este trabajo se lleva a cabo un estudio de las necesidades de regulación de la participación de los inversores institucionales en las decisiones de las sociedades en las que invierten sus fondos. La presencia de los inversores institucionales en el accionariado de las sociedades españolas, que hasta ahora ha sido reducida, comienza a crecer, y, con ella, crece la influencia de este tipo de accionistas en el funcionamiento del mercado de capitales y de la economía en general. El objetivo del trabajo es determinar qué deficiencias presenta la situación actual y proponer medidas regulatorias que adapten el sistema normativo a la realidad económica. Para ello, es necesario analizar, en primer lugar, cuáles son las relaciones jurídicas a las que se enfrentan los inversores institucionales y las tendencias seguidas por estos accionistas. Actualmente los inversores institucionales, por motivos de costes o de conflictos de interés, afrontan el ejercicio de las decisiones societarias con pasividad, incluidas las relativas al gobierno corporativo, lo que puede suponer un perjuicio tanto para la sociedad como para los partícipes que portan sus fondos al inversor institucional. No obstante, recientemente han surgido mecanismos que facilitan el ejercicio de los derechos sociales, y salvaguardan los intereses de los partícipes, como las nuevas tecnologías de la información o los asesores de voto. La regulación de los deberes de los inversores institucionales en relación con su participación en las decisiones sociales se ha llevado a cabo en otros ordenamientos, como en el Reino Unido o Japón, a través del *stewardship code*, y parece que una normativa como esta, basada en el principio «cumplir o explicar», es la más adecuada para dar regulación a las necesidades de administración y transparencia que se plantean.

Palabras clave: inversor institucional, conflictos de interés, activismo, gobierno corporativo y *stewardship*.

Fecha de entrada: 03-05-2016 / Fecha de aceptación: 12-07-2016

THE NECESSARY COMMITMENT OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN SHAREHOLDER DEMOCRACY

Marina Pedrosa Lorente

ABSTRACT

This study analyses the needs for regulation on the participation of institutional investors in the decisions of the companies in which they invest their funds. Until now, presence of institutional investors in the shareholding of Spanish companies has been limited, but begins to grow, as well as the influence of these shareholders in capital markets and the economy. The aim of this study is to identify weaknesses in the current regulation and propose new measures to adapt the legal system to economic reality. To achieve this goal, it is necessary to analyze the legal relationships that institutional investors face and their trends. Currently, institutional investors are passive in relation to company decisions, including corporate governance decisions. The reasons for this passivity could be costs and conflicts of interest, and it could result in harm to both the company and the beneficial owners of the fund. Nevertheless, mechanisms that facilitate participation and protection of the beneficial owners have recently appeared, such as proxy advisors and new information technologies. Regulation of the duties of institutional investors related to participation in company decisions has been developed in other legal systems, such as United Kingdom and Japan, through a Stewardship Code. It seems that «comply or explain» regulation is the most appropriate way to regulate needs of stewardship and transparency.

Keywords: institutional investor, conflicts of interest, activism, corporate governance and stewardship.

Sumario

1. Introducción
2. Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas
 - 2.1. Concepto y tipos de inversores institucionales
 - 2.1.1. Concepto de inversores institucionales
 - 2.1.2. Tipos de inversores institucionales
3. Los contratos de los inversores institucionales
 - 3.1. Aproximación a la estructura jurídico-privada en la contratación con inversores institucionales
 - 3.2. Contrato de los accionistas con la sociedad
 - 3.2.1. Identificación como accionistas
 - 3.2.2. El ejercicio de los derechos políticos
 - 3.2.3. El problema de la pasividad accionarial de los inversores institucionales
 - 3.3. Contrato de mandato de los inversores institucionales al órgano de administración de la compañía en la que invierten
 - 3.3.1. Control que ejercen los inversores institucionales sobre la actuación del órgano de administración
 - 3.3.2. Problema de agencia
 - 3.4. Contrato de inversión institucional
 - 3.4.1. Funciones de la sociedad gestora y control de sus actuaciones por los partícipes
 - 3.4.2. Doble problema de agencia, falta de independencia
4. Nuevas tendencias en la participación de los inversores institucionales
 - 4.1. Necesidad de regular las nuevas formas de participación de las instituciones de inversión colectiva
 - 4.2. Influencia actual de los inversores institucionales en las sociedades
 - 4.2.1. Mayor presencia de los inversores institucionales, el activismo accionarial y el fraccionamiento del voto
 - 4.2.2. La reforma de la LSC
 - 4.2.3. Obligación de ejercicio de los derechos sociales
 - 4.3. Asesores de voto y delegación del voto (*proxy advisors*)

- 4.3.1. Definición y funciones
- 4.3.2. Problemas de independencia
- 4.4. Medidas adoptadas en el ámbito internacional para mejorar el compromiso político de los inversores institucionales: *UK stewardship code*
 - 4.4.1. Justificación de la necesidad de un código de gestión institucional
 - 4.4.2. Contenido del *stewardship code*
 - 4.4.3. Otras iniciativas internacionales de compromiso de los institucionales: El *stewardship code* japonés
- 5. Conclusiones

Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo trataremos de analizar la necesaria adopción de medidas normativas en materia de participación de los inversores institucionales en las decisiones sociales de sus sociedades participadas.

La relevancia del tema propuesto surge de la creciente presencia de este tipo de inversores en la estructura accionarial de las sociedades cotizadas, y su influencia en las decisiones sociales, debido a su caracterización como inversores profesionales y como concentración de multitud de pequeñas participaciones de otros inversores. Esta transformación accionarial de las sociedades tiene implicaciones económicas, en tanto que se traslada gran parte de la fuerza decisoria a inversores especialmente cualificados, y con conocimientos de inversión; sociales, en tanto que la generalización de esta fórmula de inversión supone el acceso a las decisiones sociales a pequeños inversores mediante la agrupación de multitud de pequeñas inversiones bajo la titularidad de un solo accionista; y jurídicas, puesto que estas nuevas entidades presentan ciertas especialidades frente a la titularidad única, formal y material, de los accionistas individuales, y por tanto requieren de una regulación específica.

Hasta ahora, los inversores institucionales han sido un fenómeno desconocido, especialmente en España, donde la dirección de las sociedades tiene una gran concentración. Sin embargo, el crecimiento de las participaciones de este tipo de entidades hace necesaria una regulación más exhaustiva sobre su funcionamiento. La pasividad con la que tradicionalmente estas entidades se han enfrentado a las decisiones sociales deja de pasar desapercibida en el momento en que adquieren elevados porcentajes de participación y aumenta su influencia en las decisiones sociales.

El objetivo del trabajo se centra en determinar cuáles son las necesidades concretas de regulación para unas relaciones jurídicas cuya relevancia crece, como son las existentes entre los inversores institucionales y las sociedades emisoras. Para conseguir este propósito se realizará el estudio de las relaciones jurídicas a las que se enfrentan los inversores institucionales y los partícipes que aportan sus fondos, observando las deficiencias y las necesidades que surgen de estas relaciones. A continuación se realizará un estudio de la situación actual en cuanto a la participación de este tipo de instituciones en las decisiones sobre el gobierno corporativo, y se observarán los avances en cuanto a la regulación de los inversores institucionales existente en otros Estados donde su presencia es mayor, como ocurre en el Reino Unido a través del *UK stewardship code*. A partir del conocimiento de la situación actual, los problemas que se pre-

sentan, y las medidas adoptadas en otros Estados, se concluirá acerca de cuáles deben ser las vías de actuación, a fin de adecuar el panorama regulatorio a la realidad social y económica que estas instituciones representan.

2. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

2.1. CONCEPTO Y TIPOS DE INVERSORES INSTITUCIONALES

2.1.1. Concepto de inversores institucionales

En el ámbito mercantil podemos distinguir dos tipos de inversores: los inversores individuales y los inversores institucionales. Podríamos definir a los inversores institucionales como las personas jurídicas o entidades sin personalidad jurídica que realizan, de forma habitual y profesional, inversiones en instrumentos financieros¹. De una forma sencilla podríamos decir que los inversores institucionales son aquellos que agregan fondos de otros inversores (como individuos, corporaciones, Gobiernos y otros inversores institucionales) y los gestionan profesionalmente en su nombre².

En general, la existencia de los inversores institucionales vendría justificada por la capacidad que tienen de diversificar a un bajo coste³. El accionista individual se encuentra, en ocasiones, con que no puede soportar el coste de diversificar el riesgo realizando inversiones en diferentes entidades, sin embargo, cuando este individuo invierte sus fondos en un inversor institucional, su inversión quedará diversificada en las distintas sociedades en las que participa el institucional sin tener que soportar el alto coste de esta diversificación.

No obstante, a pesar de la reducción de costes de diversificación, con la inversión institucional surgen otros costes que es necesario gestionar, como el coste de agencia derivado de la relación de mandato entre el inversor último y la sociedad gestora del institucional. Hay que tener en cuenta que en el momento en que entra el inversor institucional en la relación con las sociedades participadas, hay un juego de tres focos de interés: el de la sociedad, el del institucional y el del inversor individual, que habrá que alinear para conseguir la máxima satisfacción de todos los participantes.

¹ TAPIA HERMIDA, A. J.: «Concepto y tipología de los inversores institucionales» en Mateu de Ros, R. (coord.), *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*, Madrid: La Ley, 2011, pág. 51.

² PALAZZO, G. y RETHEL, L.: «Conflicts of Interest in Financial Intermediation», *Journal of Business Ethics*, vol. 81, pág. 195.

³ MARTÍNEZ-ALDAMA, A.: «Características generales y regulación de las instituciones de inversión colectiva en España», en Ureta Domingo, J. C. (dir.), *Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva, Países de la fundación*, Fundación de Estudios Financieros, 30, 2009, pág. 48.

2.1.2. Tipos de inversores institucionales

Podemos distinguir varios tipos de inversores institucionales en el ordenamiento jurídico español: las instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC), fondos de pensiones, entidades aseguradoras, entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Las IIC son un tipo de inversores institucionales que se diferencia de los demás en que su finalidad última es realizar inversiones a partir de los fondos que captan del público.

De acuerdo con su definición legislativa, las IIC son aquellas que tiene por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores, u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos⁴. Estos inversores institucionales se encuentran regulados en el ordenamiento jurídico español en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante LIIC), y en el 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 (en adelante RIIC). Estas disposiciones regulan la definición, clasificación y funcionamiento de este tipo de instituciones, así como de sus sociedades gestoras, en aras de garantizar la protección de los inversores. En el derecho europeo, la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 regula los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

En adelante, cuando hablemos de inversores institucionales, nos referiremos a las IIC que realizan inversiones financieras en sociedades cotizadas. No obstante, de acuerdo con el artículo 1 de la LIIC, dentro de las IIC podemos encontrar distintas clases según tengan la forma de sociedad de inversión o fondo de inversión, y tengan carácter financiero o no financiero.

- a) Las sociedades de inversión son aquellas IIC que revisten la forma de sociedad anónima especial, que estarán reguladas por la normativa especial de las IIC, además de la LSC. Las sociedades de inversión pueden a su vez tener carácter financiero, y se denominarán sociedades de inversión en capital variable (SICAV), o carácter no financiero, como las denominadas sociedades de inversión inmobiliaria (SII).
- b) Los fondos de inversión son patrimonios separados sin personalidad jurídica, que pertenecen a un conjunto de varios inversores, de cuya gestión se encarga una sociedad gestora, que ejerce sus facultades junto con un depositario. Los fondos de inversión de carácter financiero son los fondos de inversión colectiva de carácter financiero, y en concreto los fondos cotizados cuando invierten en valores cotizados, y los de inversión no financiera son los llamados fondos de inversión inmobiliaria.

⁴ Artículo 1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión colectiva.

3. LOS CONTRATOS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

3.1. APROXIMACIÓN A LA ESTRUCTURA JURÍDICO-PRIVADA EN LA CONTRATACIÓN CON INVERSORES INSTITUCIONALES

Los inversores institucionales, y en concreto las IIC, participan en las sociedades cotizadas como accionistas, de manera que se enfrentan a las relaciones propias de los contratos de sociedad. Existen tres tipos de contratos en los que participan las IIC, el primero es el contrato entre la IIC como accionistas con la sociedad, el segundo sería el contrato de mandato entre la IIC como accionista y el órgano de administración como mandatario⁵, y el último será el contrato de inversión institucional existente entre la IIC y los inversores (individuales o institucionales) partícipes de la misma.

Para poder conocer cuáles son los factores que llevan a requerir de una mayor y mejor participación de los inversores institucionales en las decisiones sociales, primero hay que conocer la forma en la que este tipo de inversores se relaciona, tanto con la sociedad participada como con sus órganos de gestión, a la vez que es necesario conocer las relaciones internas de los inversores institucionales.

La relación de los inversores institucionales con las sociedades participadas como accionistas es la que da a estos la legitimación para ejercer los derechos propios de este colectivo. Entre los derechos de los accionistas se encuentran los relacionados con el control de la gestión de la sociedad, de manera que es requisito indispensable conocer cómo se relacionan los accionistas de una sociedad con los órganos que la gestionan para conocer cómo ejercen sus derechos sociales. Por último, los inversores institucionales presentan una especialidad que los diferencia del resto de los accionistas, esta especialidad es la colectividad implícita existente tras el accionista que aparece formalmente legitimado ante la sociedad. Se presenta entonces el problema de la doble titularidad de los derechos inherentes a la condición de accionista, que esta estará dividida entre quienes formalmente aparecen como tales, y quienes realmente tienen un interés y asumen un riesgo con la aportación de fondos.

La primera relación, la de sociedad, lleva implícita consigo un contrato de mandato, entre los accionistas y el órgano de gestión, y la segunda relación, la de inversión institucional, implica la existencia de un segundo mandato entre los partícipes y la sociedad gestora del inversor insti-

⁵ En el ámbito anglosajón este tipo de contrato es también llamado «Contrato de agencia», en el que el accionista o socio es el principal y el órgano de administración, el agente. *Cfr.* SCHNEIDER, M.: «When Financial Intermediaries are Corporate Owners: An Agency Model of Institutional Ownership», *Journal of Management and Governance*, 4, 2000, pág. 212; SORARRAIN, A. y DEL ORDEN, O.: «Relaciones de agencia e inversores institucionales», *Nota técnica, Observatorio de Divulgación Financiera*, 10, diciembre, 2011, pág. 4; LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W.: «Agency problems and Dividend policies around the world», *Journal of Finance*, 55, 2000, pág. 3 (disponible en http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/rafael-laporta/Agency_Problems.pdf, acceso 19 de marzo de 2015).

tucional, cuando esta existe. Las relaciones entre mandantes y mandatarios implican la posibilidad de divergencia en cuanto a los intereses, y de la aparición de problemas de control, cuando el mandatario actúa al margen de los intereses del mandante. Es necesario conocer estas relaciones, y los problemas que se plantean, para encontrar la forma de defender la implicación de aquellos que aportan sus fondos a una colectividad, frente a la indefensión ante la que se enfrentan los accionistas individuales con participaciones minoritarias.

3.2. CONTRATO DE LOS ACCIONISTAS CON LA SOCIEDAD

Las sociedades de capital se constituyen «por un contrato entre dos o más personas» (art. 19 LSC), de manera que las personas que intervienen en este contrato, así como aquellos a quienes transmitan su participación, serán los partícipes de la sociedad, y como tales tienen una serie de derechos y obligaciones recogidos en la LSC. Juega parte en este contrato la llamada *affectio societatis*, considerada como la voluntad de los socios de iniciar una colaboración en sociedad en virtud de la confianza recíproca existente entre los partícipes de la misma, es decir, la «expresión utilizada frecuentemente por la jurisprudencia para referirse a la intención o voluntad de varias personas de constituirse y mantenerse en sociedad»⁶.

Hemos de conocer que el contrato de sociedad se trata de un acuerdo por el cual se realizan aportaciones por los socios a un patrimonio común y separado. Para aclarar la definición de la sociedad como un contrato de los socios que en ella participan, adoptamos la definición dada por IBÁÑEZ⁷:

«Dicho contrato [el de sociedad], que en esencia consiste en un acuerdo de aportación de activos o de trabajo a un patrimonio separado del de los socios, con ánimo de desarrollar una actividad que les rinda resultados positivos, es llamado por el ordenamiento jurídico privado a devenir externamente persona moral, en interés de los terceros que contratarán con el patrimonio común en el devenir de la empresa».

Como todo contrato, el de sociedad implica derechos y obligaciones para todos los contratantes. En concreto, el artículo 91 de la LSC determina que la participación social o la acción confieren a cada socio la condición de tal y le atribuyen los derechos y obligaciones establecidos en la LSC y en los estatutos de la sociedad en cuestión.

Entre los derechos que contiene la LSC, aplicables para todo tipo de accionistas, incluidos los institucionales, encontramos el derecho a la participación en las ganancias sociales y en la liquidación, el derecho de suscripción preferente de acciones y participaciones, el derecho de asis-

⁶ FERNÁNDEZ, J. M. (coord.): *Diccionario jurídico*, Aranzadi: Cizur Menor, 2012.

⁷ IBÁÑEZ, J.: «El derecho de sociedades y el empresario societario», en Ibáñez, J. (coord.), *Fundamentos de Derecho empresarial*, tomo II, Cizur Menor: Aranzadi, 2013, pág. 25.

tencia y voto en las juntas de accionistas, y de impugnación de acuerdos sociales, y el derecho de información, sin perjuicio de los que puedan incluirse en los estatutos sociales. Además, a lo largo de la ley existen otros derechos que, si bien no pueden ser de aplicación a todos los socios de la sociedad, sí que se aplican cuando se alcanza un determinado nivel de participación. Nos interesan principalmente, a efectos de este estudio, los derechos políticos predicables de cualquier tipo de accionista, como son el de asistencia, voto o impugnación de los acuerdos sociales, puesto que las IIC, como accionistas, también participan de estos derechos.

3.2.1. Identificación como accionistas

La especialidad de las IIC como accionistas se encuentra en que se produce una disociación entre el titular real de las acciones, que es el beneficiario final, y el titular formal de las mismas, que es la IIC. El beneficiario último de la inversión no es el accionista que formalmente es considerado como tal por la sociedad, sino los partícipes del inversor institucional que invierten sus fondos en el mismo para que este los gestione por su cuenta y obtenga rendimientos destinados a los beneficiarios finales. Entonces la persona física o jurídica, formalmente considerada como accionista, es decir, el inversor institucional, es distinto del beneficiario último de la inversión.

En el régimen de la LSC, existe una obligación impuesta por el artículo 118.3 de que las entidades que lleven los registros de valores que hayan de representarse por anotaciones en cuenta comuniquen a la sociedad emisora la identidad de los accionistas. En el caso de los inversores institucionales, estos adquieren los valores como accionistas finales, y disponen de los derechos derivados de dicha condición por aparecer como los legitimados formales ante la sociedad.

3.2.2. El ejercicio de los derechos políticos

El ejercicio de los derechos políticos de asistencia y voto a la junta general de accionistas surge como una forma de conseguir que los accionistas, que al fin y al cabo son los propietarios de la sociedad, y los que deben estar interesados en su marcha, tomen las decisiones más relevantes sobre su funcionamiento⁸. La junta general es la reunión de los socios de la sociedad para decidir sobre los asuntos de su competencia, entre los que se encuentran la aprobación de las cuentas anuales, el nombramiento y separación de los administradores, la modificación de los estatutos

⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «El papel de los accionistas y los administradores en la crisis de las entidades de crédito», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 115, 2009, pág. 121; ALFARO, J.: «La primacía de los accionistas tiene que defenderse, de nuevo», *Blog Derecho Mercantil España*, publicado el 5 de marzo de 2013 (disponible en <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2013/03/la-primacia-de-los-accionistas-tiene.html>, acceso 19 de marzo de 2015); SÁNCHEZ LINDE, M.: «Legitimación formal para el voto del socio en la Junta de Accionistas de la Sociedad Anónima. Régimen formal», *Revista Jurídica de Castilla y León*, 18, 2009, pág. 223 (disponible en <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2963649>, acceso 19 de marzo de 2015).

sociales, los aumentos y reducciones de capital, y la disolución de la sociedad, entre otros (art. 160 LSC). Es decir, las decisiones más relevantes de la vida societaria le corresponden a los socios de la sociedad reunidos en la junta general de accionistas, mediante acuerdo al que se llegará con fundamento en el principio de la *affectio societatis*. Las IIC, como accionistas, también participan de estos derechos enunciados, y tienen su hueco en la junta general de accionistas.

Nos encontramos aquí ante dos problemas, por una parte, en el caso de los inversores institucionales, el ejercicio de control o dirección de la sociedad a través de los derechos políticos tiene un cierto carácter indirecto, lo que puede provocar la pérdida de la esencia del contrato de sociedad, porque aquellos que formalmente son titulares de los derechos políticos no son quienes realmente han aportado los fondos a la sociedad. Por otra parte, el desentendimiento o no ejercicio de estos derechos es la norma general para los socios minoritarios, y los institucionales se encuentran a menudo entre ellos, además existen otras ocasiones en las que, incluso sin ser minoritarios, también hay un gran desentendimiento por parte de los institucionales⁹ para evitar los costes que conlleva una participación activa.

En cuanto al primero de los problemas, el hecho de que sea el inversor institucional quien aparece como accionista frente a la sociedad implica que será este el encargado para ejercer los derechos de asistencia y voto, por cuenta del beneficiario. Sin embargo, dado que únicamente quien aparezca como accionista en el libro-registro de socios estará legitimado para ejercer los derechos propios de este colectivo, si es el institucional quien aparece legitimado como titular formal de las acciones, deberá ejercer estos derechos actuando por sí mismo, y no en nombre del inversor beneficiario. En la inversión institucional lo que se produce es algo distinto a la representación, el institucional no está representando al accionista, sino que está actuando en su propio nombre, con motivo en un contrato de mandato que tiene con el beneficiario¹⁰. Por lo tanto, al no haber representación, no existe la posibilidad del mandante de dar instrucciones al mandatario acerca del sentido o la forma de ejercicio del derecho de voto, ni existen mecanismos de responsabilidad del representante por la extralimitación en el ejercicio de la representación, de manera que la participación del institucional será única, e independiente de las distintas voluntades de los inversores beneficiarios. Tradicionalmente esto se ha justificado, entre otros motivos, por el alto coste de recursos que implicaría que el institucional, a pesar de ser accionista por sí mismo, votara de acuerdo con las diferentes directrices e instrucciones de la multitud de inversores a los que representa.

Sin embargo, parece demasiado fácil dar la espalda a este problema, tanto para los institucionales como para la sociedad participada, cuando en realidad pueden utilizarse mecanismos

⁹ RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El deber de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera de un inversor institucional», *Noticias de la Unión Europea*, 283, 2008, pág. 103.

¹⁰ RONCERO SÁNCHEZ, A.: «La actuación de las Entidades depositarias de acciones en relación con el funcionamiento y transparencia de los mecanismos de representación del accionista en las Juntas Generales de Accionistas. La identificación de los accionistas y la protección de sus derechos e intereses» en Mateu de Ros, R. (coord.), *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*, Madrid: La Ley, 2011, pág. 115.

que permiten el control del institucional por parte del beneficiario último. El hecho de que estos mecanismos no proliferen podría explicarse, por una parte, en que el inversor institucional prefiere actuar al margen de las directrices de los inversores últimos por la reducción de costes de comunicación que esto supone y por la libertad de actuación que esta situación les proporciona. Es decir, el inversor institucional capta fondos del público, y actúa libremente sin necesidad de rendir cuentas más allá del cumplimiento de la ley, con la única obligación de remunerar a los partícipes con los beneficios obtenidos de la inversión, y por tanto le conviene escudarse en los costes de comunicación para evitar injerencias en su actividad. Por otra parte, la sociedad participada encuentra mucho más fácil tener «controlado» a un único accionista institucional que a la multitud de pequeños inversores a los que este institucional representa, lo que hace que no le interese una mayor relación con los beneficiarios finales.

En lo que respecta al segundo de los problemas, ya en 1932 VERLE y MEANS¹¹ hablaban de un tipo de sociedad de capital en la que la titularidad del capital estaba dispersa entre pequeños accionistas, de manera que el control se concentraba en las manos de los administradores. Las sociedades cotizadas se caracterizan por su dispersión accionarial y la entrada en los mercados organizados implica el acceso de todo el público a la titularidad de las grandes empresas cotizadas, lo que favorece inversiones no profesionales, de pequeñas cuantías, y bastante dispersas, y conduce a una desvinculación del accionista respecto de la gestión empresarial que deriva en la «pasividad accionarial».

En relación con el nivel de participación, podemos realizar una clasificación¹² de dos tipos de accionistas, el primero estaría formado por los «propietarios», que son aquellos accionistas que no solo aportan capital monetario a la sociedad, sino que también se involucran aportando su trabajo y su capital humano; el segundo grupo estaría formado por los «inversores», que son aquellos accionistas que no adoptan ningún tipo de participación activa en la sociedad, sino que su aportación se limita a la financiación económica mediante la aportación realizada al capital social. Como consecuencia de la evolución de los mercados financieros y la expansión capitalista, se ha producido un cambio progresivo de una titularidad social principalmente formada por «propietarios» a una titularidad social en la que la mayoría de los accionistas son meros «inversores».

Sin embargo, este problema de superposición de poderes no se plantea únicamente en las sociedades con su capital muy disperso, como ocurre en las sociedades cotizadas norteamericanas, sino que se plantea también respecto de las sociedades en las que existen unos pocos accionistas de control, y una multitud de inversores minoritarios, de manera que finalmente el control es ejercido por los accionistas de control, que además son los que nombran al órgano de admi-

¹¹ BERLE, A. y MEANS, G.: *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York: Mac-Millan, 1932 *apud* LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A.: «Corporate Ownership Around the World», *The Journal of Finance*, vol. 54, 2, 1999 pág. 511 (disponible en <https://business.illinois.edu>, acceso 8 de febrero de 15).

¹² SCHNEIDER, M.: «When Financial Intermediaries...», *op. cit.*, 209.

nistración; este es el caso de las empresas familiares, que terminan saliendo a bolsa, con una gran concentración de las acciones, como ocurre en España¹³.

En los casos en los que el capital está muy disperso, la influencia de cada inversor individual es mínima, y esto hace que los pequeños inversores pierdan el interés en la marcha de la compañía, y por tanto accedan a votar de acuerdo con las propuestas del órgano de administración. Además, adquirir los conocimientos suficientes para poder participar de forma coherente en la gestión de una sociedad conlleva un coste de información que en muchos casos el pequeño inversor no está dispuesto a soportar. Si la sociedad al completo está formada por pequeños inversores, que voten de acuerdo con las propuestas de la administración, al final la sociedad estará gestionada y controlada únicamente por el órgano de administración.

Por otra parte, cuando sí que se pueden observar accionistas con participaciones de control en la sociedad, esto no ocurre, porque estos accionistas son los que se interesarán en el funcionamiento de la sociedad, y se preocuparán por controlar la actuación del órgano de administración y por tomar las decisiones relevantes en la marcha de la sociedad, para las que podrán contar en muchos casos con mayoría, sobre todo si se trata de empresas familiares. En este caso, por tanto, la gestión será llevada a cabo por los administradores bajo la supervisión de los accionistas de control. Sin embargo, en la medida en que estos accionistas de control son los que ostentan los derechos de voto suficientes para nombrar a los miembros del órgano de administración, al final la situación de los minoritarios es similar a la que ocurre cuando el capital se encuentra disperso, y es que seguirán sin tener influencia suficiente como para que les sea rentable involucrarse en las decisiones sociales, y votarán de acuerdo con la propuesta de los administradores o de acuerdo con la mayoría, o no votarán.

3.2.3. El problema de la pasividad accionarial de los inversores institucionales

La tendencia del accionariado a desvincularse de las decisiones empresariales tiene su máximo exponente en los inversores institucionales. Los inversores institucionales «han adoptado un comportamiento pasivo en relación con su participación en las sociedades en las que intervienen»¹⁴ como punto de partida, y esta pasividad desemboca en un desentendimiento de los derechos políticos que ostentan estos inversores como accionistas, que va más allá de la pasividad que podría tener cualquier inversor individual, ya que los institucionales ni siquiera acuden al ámbito de la representación para el ejercicio de los derechos de asistencia y voto a las juntas generales.

¹³ LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A.: «Corporate Ownership...», *op. cit.*, 510; TRÍAS SAGNIER, M.: «El sistema de protección del accionista inversor», *Revista de Derecho de Sociedades*, 14, 2000, pág. 198.

¹⁴ ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A.: «IIC, Buen Gobierno y Responsabilidad Social Corporativa», en Ureta Domingo, J. C. (dir.), *Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva, Papeles de la fundación*, Fundación de Estudios Financieros, 30, 2009, pág. 198; RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El alcance de la imposición por la LIIC a las instituciones de inversión colectiva del deber de asistencia y voto en las juntas generales», *Revista de Derecho de Sociedades*, 25, 2005, pág. 285; RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El deber de ejercicio...», *op. cit.*, pág. 103.

Lo cierto es que los inversores institucionales solo van a estar dispuestos a soportar los costes de ser accionistas «activos» cuando la participación en las decisiones sociales pueda verse compensada con una mayor rentabilidad. El único motivo que podría llevar a los inversores institucionales a participar de forma activa en el control de las sociedades en las que participan sería el potencial de dicha participación en el incremento del valor de sus inversiones¹⁵.

La participación activa implica la necesidad de soportar determinados costes, como el coste de información suficiente para poder adoptar una posición determinada ante las decisiones relevantes que se han de tomar en la sociedad, o el coste de contratar con unos asesores que se encarguen de informar y gestionar el voto del institucional. Algunos de los problemas que llevan a separarse a los institucionales de la posición activa¹⁶ son la insuficiencia de los recursos para poder alcanzar un adecuado nivel de supervisión, la existencia de conflictos de interés con la sociedad controlada, la perturbación de las estrategias de inversión, o los problemas de liquidez de la inversión cuando aumenta la participación. Todos estos costes disuaden al inversor institucional de participar activamente en la sociedad. Solo los accionistas que tengan posiciones relevantes en una determinada sociedad, y a quienes les vaya a afectar en el rendimiento cualquier decisión que se adopte en la gestión, estarán dispuestos a soportar estos costes. Es necesario desarrollar mecanismos que propicien la participación activa en la sociedad, por ejemplo reduciendo estos costes, ya que la consecuencia de la pasividad es el control de las riendas de la sociedad por los accionistas mayoritarios o por los administradores.

No obstante, la pasividad de los inversores institucionales en la dirección de la sociedad cotizada podría verse también motivada por otras causas, no ya relacionadas con los costes de participación, sino también con la independencia de estos entes, de ahí la distinción que realizan algunos autores entre los inversores institucionales «activos» y los inversores institucionales «pasivos»¹⁷. En este caso, los «activos» son aquellos institucionales que únicamente se relacionan con la sociedad emisora en la que invierten por la inversión que realizan en la misma que también son denominados «resistentes a la presión» y se corresponderían con un tipo de accionista «propietario»; y los «pasivos» son aquellos que, además de la relación de inversión, tienen otras relaciones comerciales con las sociedades en las que invierten, que también son considerados como institucionales «sensibles a la presión»¹⁸, y se corresponderían con un tipo

¹⁵ GILLAN, S. y STARKS, L.: «The evolution of Shareholder Activism in the United States», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, 1, 2007, pág. 71; ALMAZÁN, A.; HARTZELL, J. C. y STARKS, L. T.: «Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation», *Financial Management*, 34, 2005, pág. 16.

¹⁶ URÍA FERNÁNDEZ, F. (coord.): *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Madrid: La Ley, 2007.

¹⁷ BRICKLEY, J. A.; LEASE, R. C. y SMITH, C. W.: «Ownership structure and voting on antitakeover amendments», *Journal of Financial Economics*, 20, 1988 apud GARCÍA-MECA, E. y TEJERINA-GAITE, F.: *Los inversores institucionales en los consejos de administración y sus efectos en las políticas financieras y retributivas de la empresa*, Fundación de Estudios Financieros, 2013, pág. 15 (disponible en <http://www.fef.es/new/index.php>; acceso 6 de febrero de 2015); ALMAZÁN, A.; HARTZELL, J. C. y STARKS, L. T.: «Active institutional shareholders...», *op. cit.*, pág. 4.

¹⁸ GARCÍA-MECA, E. y TEJERINA-GAITE, F.: «Los inversores institucionales...», *op. cit.*, pág. 15.

de accionista «inversor»¹⁹. En el segundo tipo de institucionales, la falta de control no solo se debe a costes u obstáculos externos, sino a una doble relación con la sociedad, de inversión y comercial, que llevaría a las sociedades de gestión a evitar enfrentarse a las propuestas de voto del órgano de administración, y por tanto evitar votar, o hacerlo siempre conforme a lo propuesto.

3.3. CONTRATO DE MANDATO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES AL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN DE LA COMPAÑÍA EN LA QUE INVIERTEN

El segundo de los contratos que afectan a las IIC como accionistas es el que las vincula con el órgano de administración de la sociedad en la que participan. De acuerdo con el artículo 214 de la LSC, «la competencia para el nombramiento de los administradores corresponde a la junta de socios», y en este nombramiento toman parte también los inversores institucionales, como accionistas de la sociedad. Además, de acuerdo con los artículos 225 y 226 de la LSC, los administradores que hayan sido nombrados por los accionistas deberán desempeñar su cargo con diligencia y lealtad, en beneficio del interés social. Las obligaciones derivadas del cargo de administrador lo que representan es un contrato de mandato, en el que el mandante son los accionistas reunidos en la junta general de accionistas, y el mandatario es el órgano de administración, que puede ser un solo administrador o un conjunto de ellos. Entre los deberes de los administradores se encuentra el de representación a la sociedad, en juicio o fuera de él, y, en general, los deberes que implican la gestión ordinaria de la sociedad. Los accionistas, por su parte, como principales en el mandato, tienen la facultad de nombramiento y revocación de los administradores (art. 160 LSC), así como de control sobre su gestión²⁰.

En el caso de que los administradores no respeten las limitaciones establecidas al ejercicio de su representación, o causen un daño a la sociedad, los accionistas o los acreedores, existe la posibilidad, de acuerdo con el artículo 236 de la LSC, de iniciar una acción de responsabilidad. Esta acción puede ser individual, si perjudica a un solo accionista o acreedor, o social, si perjudica a la sociedad en su conjunto. Además, y a pesar de que el cargo de administrador se ejerce con independencia de la junta general, los accionistas pueden, y deben, someter anualmente la actuación del administrador a revisión por la junta general de accionistas, que deberá aprobar o rechazar la gestión de sus administradores (art. 164 LSC). Por otra parte, cualquier accionista, incluido un institucional, sin necesidad de una participación mínima en el capital, puede solicitar en la junta la censura de un administrador o del órgano de administración y exigir la revocación del consejero nombrado sin necesidad de justa causa; esto es lo que se denomina como el principio de libre revocabilidad (art. 223 LSC).

¹⁹ RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El alcance de la imposición por la LIIC...», *op. cit.*, pág. 284.

²⁰ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «El papel de los accionistas y los administradores...», *op. cit.*, pág. 121.

Por lo tanto, en la relación de mandato que surge entre el administrador y el accionista, existen ciertos elementos de control del ejercicio de las funciones del mandatario por parte del mandante, mediante la exigencia de la responsabilidad, el control de la gestión o las facultades de revocación.

3.3.1. Control que ejercen los inversores institucionales sobre la actuación del órgano de administración

En lo que respecta a los inversores institucionales, estos gozan, como cualquier otro accionista, de los mismos derechos de nombramiento, control y revocación de los administradores²¹. España destaca por el importante peso de los consejeros representantes de grandes paquetes accionariales²², fundamentalmente los nombrados por los inversores institucionales. Al igual que ocurre respecto de la participación mediante el voto en la junta general, la relación comercial de los inversores con la sociedad también va a influir en la relación de control al órgano de administración. No todos los inversores institucionales actúan de igual manera frente a sus obligaciones o derechos de control de las sociedades participadas²³, porque pueden existir relaciones comerciales entre el inversor institucional y la sociedad cuyo órgano de administración va a controlar, lo que puede afectar de forma significativa en las posibilidades y los costes de control (*costs of monitoring*). Cuando un inversor institucional tiene relaciones comerciales con la sociedad en la que participa, el coste de controlar la actuación del órgano de administración va más allá del coste de información y de comunicación necesario para cualquier accionista. El hecho de que exista una relación comercial implica que iniciar una acción de responsabilidad contra los administradores, o votar en contra de sus propuestas, pueda influir negativamente en los resultados de esta relación comercial, lo que lleva a los accionistas a evitar el control al órgano de administración.

En línea con lo anterior, según la OCDE²⁴, los accionistas han contribuido a fallos en la actuación de los órganos de administración y de la junta de accionistas por ser demasiado «pasivos», y una posible razón de esta pasividad es que se trate de accionistas a corto plazo para los que el coste de controlar el funcionamiento de la administración no es rentable. Esta explicación sin embargo se aplica principalmente respecto de accionistas individuales, para los que se aplica el principio de «votar con los pies»²⁵, lo que implica que, en el caso de no estar de acuerdo con la

²¹ TAPIA HERMIDA, A. J.: «La Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva. Una aproximación general a su contenido», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 93, 2004, pág. 205.

²² GARCÍA-MECA, E. y TEJERINA-GAITE, F.: «Los inversores institucionales...», *op. cit.*, pág. 11.

²³ ALMAZÁN, A.; HARTZELL, J. C. y STARKS, L. T.: «Active institutional shareholders...», *op. cit.*, pág. 3.

²⁴ OCDE, «Corporate Governance and the Financial Crisis: Key findings and main messages», en *Corporate governance principles*, 2009 (disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/corporategovernanceandthefinancialcrisis.htm>, acceso 9 de febrero de 2015).

²⁵ Deriva de la expresión anglosajona «vote with your feet», RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El deber de ejercicio...», *cit.*, pág. 103; También es expresado por otros autores como «exit rather than voice», *Cfr.* STAPLEDON, G. P.: «Institutional Investors: What are their responsibilities as shareholders?», en Parkinson, J.; Gamble, A. y Kelly, G., (eds.), *The poli-*

marcha de la compañía, pueden simplemente abandonarla y cambiar su inversión a otra compañía. No obstante, la posibilidad de abandonar la sociedad es restringida para algunos inversores institucionales con grandes participaciones, y para los que la pasividad puede estar motivada, no solo por los costes de control, sino también por los conflictos de interés derivados de las relaciones comerciales con la sociedad emisora.

3.3.2. Problema de agencia

Si los miembros del órgano de administración de la sociedad cotizada son aquellos que se encargan de la gestión ordinaria de la sociedad, por una relación de mandato con los accionistas, y, además, nos encontramos en un supuesto en el que la junta de accionistas no realiza el deseable control de los administradores por los motivos antes expuestos (dispersión, pasividad, etc.), puede ocurrir que las sociedades terminen siendo dirigidas y gestionadas por los administradores, que actúen en su propio beneficio, en lugar de por el interés de la sociedad. Tenemos que considerar que, suponiendo que ambas partes del contrato, administrador y accionistas, buscan su mayor beneficio o utilidad, existen razones suficientes para considerar que es posible que el «agente» no actúe en el mejor interés del principal, y así lo afirman Jensen y Meckling²⁶:

«If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent».

El problema de agencia, derivado de la búsqueda de la máxima satisfacción por cada uno de los partícipes del contrato, podrá solucionarse a través de la alineación de los intereses del principal y el agente, por medio de incentivos que lleven al agente a encontrar su máxima satisfacción en los buenos resultados para la empresa; y a través del control por parte de los accionistas al órgano de administración, lo que, sin embargo, implicará un coste mayor.

Los accionistas institucionales forman una parte relevante de este control al órgano de la administración, por su carácter profesional. El problema que se plantea es que puede que no existan incentivos suficientes para los inversores institucionales para ejercer un control activo de los administradores, o para participar en el órgano de administración, entre otros motivos porque existan conflictos de interés²⁷ o costes de control. A esto habría que añadir la afirmación que realiza

tical Economy of the Company, Oxford, 2000, pág. 195 (disponible en <http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/institutional-1.pdf>, acceso 19 de marzo de 2015).

²⁶ JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H.: «Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 4, 1967, pág. 5.

²⁷ Los conflictos de interés surgen de forma inevitable cuando existe un ente que debe atender a intereses contrapuestos, en este caso, la sociedad gestora del inversor institucional puede verse comprometido al tener que enfrentar los

la OCDE en 2009, de que los accionistas no siempre están interesados en el buen funcionamiento de la sociedad. Según el informe de este organismo, el principio de partida de que cualquier accionista tiene interés en la marcha de la sociedad, no siempre es cierto: «Thus the idea that a shareholder necessarily has a strong interest in the future of a particular company is not necessarily correct and vote borrowing might make the situation even worse»²⁸.

Sin embargo, por los diferentes motivos apuntados, lo que termina ocurriendo es que se produce una alienación del contrato de mandato originario, de manera que, el mandatario (consejo de administración) termina siendo el mandante, porque el mandante (los accionistas) o bien no tiene interés, o bien no tiene mecanismos suficientes para ejercer su poder sobre el mandatario porque los costes de hacerlo son demasiado elevados²⁹. No obstante, hay que tener en cuenta que se puede producir una diferenciación entre quien no puede, o no quiere ejercer el control, y el beneficiario último de este control, sobre todo en los casos en los que el inversor institucional actúa a través de una sociedad gestora y los inversores beneficiarios son los realmente afectados por la marcha de la sociedad.

3.4. CONTRATO DE INVERSIÓN INSTITUCIONAL

Existen diferencias en las relaciones internas de las IIC según estas adopten la forma de sociedad o de fondo de inversión. En el caso de la conformación de la IIC como sociedad, el contrato que subyace sería un nuevo contrato de sociedad, en el que los inversores beneficiarios son los socios que controlan el funcionamiento de la sociedad. Estas sociedades normalmente son autogestionadas, aunque también podría conferirse la representación a una sociedad gestora de IIC, sin ser esto último lo más común. Dado que las SICAV son normalmente gestionadas por los propios beneficiarios, estos van a controlar su funcionamiento, y los problemas que puedan ocurrir serán derivados de su gestión.

Sin embargo, los fondos de inversión, al ser patrimonios separados sin forma de sociedad, siempre estarán gestionados por una sociedad gestora dedicada profesionalmente a esta actividad, a cambio de una comisión que le paga el fondo. Esta sociedad gestora tendrá las facultades de dominio respecto del patrimonio del fondo. Además de este organismo, también existirá un depositario, ante el que se depositan los activos y que tiene la responsabilidad de efectuar los cobros y los pagos y de controlar a la sociedad gestora. Podemos distinguir en los casos de fondos de inversión dos tipos de contratos que relacionan al inversor final con la IIC:

intereses de los partícipes y de la sociedad con los suyos propios, como consecuencia de la relación comercial existente entre el institucional y la sociedad, que hace que decida no controlar la actuación del órgano de administración. V. IBÁÑEZ, J.: «Banking Professional Conflicts of interest in European Securities Markets», *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 24, 9, 2009, pág. 443.

²⁸ OCDE: «Corporate Governance...», *op. cit.*, pág. 51.

²⁹ Una solución a los elevados costes del ejercicio de los derechos sociales sería el ejercicio telemático de los derechos del accionista, tal y como se afirma en IBÁÑEZ, J.: «El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas», *Revista de Derecho Mercantil*, 249, 2003, pág. 1.025.

- a) Un contrato de compraventa de la participación en el fondo. De acuerdo con los artículos 4 y 5 de la LIIC, la condición de partícipe se obtiene mediante la aportación realizada al patrimonio común. Además, podemos comprobar, dentro de los derechos de los partícipes del fondo, que estos son más restringidos que los propios de los socios de una sociedad, como son obtener el reembolso de sus participaciones o el traspaso de sus inversiones (art. 5.3 LIIC), pero sin derechos políticos de voto, ni participación en las decisiones sobre el funcionamiento de la sociedad.
- b) Un contrato de mandato respecto de la sociedad gestora del fondo. Se trata de un contrato similar al existente entre los socios de una sociedad y el administrador de la misma. En este caso, el artículo 46 de la LIIC establece obligaciones de la sociedad gestora, entre las que se encuentra la del ejercicio de los derechos inherentes a los valores del fondo en beneficio de los partícipes (art. 46.1 d) LIIC). Además, de acuerdo con el artículo 40.4 de la LIIC, las sociedades gestoras deberán llevar a cabo sus funciones establecidas por la ley o los reglamentos con la diligencia de un ordenado empresario. En los fondos de inversión los partícipes tienen el derecho de exigir responsabilidad a la sociedad gestora por sus incumplimientos (art. 5.3 d) LIIC).

Sin embargo, es en el segundo de los contratos en el que debemos centrarnos, porque, a pesar de tratarse de un contrato de mandato, las condiciones en las que este se ejerce son sustantivamente distintas a las propias del contrato existente entre el administrador de una sociedad y sus accionistas. Además, las funciones que realiza la sociedad gestora, y la discrecionalidad en la toma de decisiones, también son más amplias que las propias de un administrador social.

3.4.1. Funciones de la sociedad gestora y control de sus actuaciones por los partícipes

Si atendemos a la LIIC y al RIIC, entre las obligaciones de la sociedad gestora en relación con las inversiones de los fondos que gestionan, se encuentra la del ejercicio de los derechos inherentes a los valores del fondo, en concreto el derecho de asistencia y voto, en los casos en los que sea obligatorio, así como el deber de información a los partícipes del fondo sobre la política seguida en relación con el ejercicio de estos derechos políticos, a través de documentos informativos (art. 46 LIC). Por otra parte, el RIIC, en el artículo 115.1 i) establece que la obligación de ejercicio de estos derechos de asistencia y voto se dará en los casos en los que se cumplan los siguientes requisitos, que parecen referirse a participaciones relevantes del fondo en la sociedad:

- Entidad emisora española.
- Antigüedad superior a 12 meses del fondo en la sociedad.
- Participación superior al 1 % en la sociedad participada.

No obstante, habrá casos en los que se den motivos que justifiquen el no ejercicio de los derechos políticos, a pesar de cumplirse los tres requisitos expuestos. El mismo apartado del re-

glamento establece la obligación de incorporar una política de ejercicio de los derechos de voto con estrategias que buscan determinar el beneficio exclusivo de la IIC.

Por lo tanto, podemos decir que las obligaciones de la sociedad gestora como mandataria de los tenedores de certificados de participación en el fondo de inversión (*beneficial owners*), y en relación con la participación en otras sociedades, se resumen en decidir y ejecutar las inversiones con los fondos aportados por los partícipes, ejercer los derechos propios de los accionistas en las sociedades participadas, y especialmente los derechos políticos en los casos en los que sea obligatorio, e informar a los partícipes de las políticas de inversión y de voto respecto de los valores en los que haya de ejercerse este derecho. Por todo lo expuesto, queda claro que el poder de decisión y actuación de las sociedades gestoras en cuanto mandatarias es bastante superior al de los administradores en las sociedades de capital.

El segundo de los puntos que hay que destacar en cuanto a la diferencia entre un tipo y otro de contrato es que, en el caso de las sociedades gestoras, las facultades de intervención del mandante son bastante más reducidas que en el caso de las sociedades de capital. Como hemos visto en apartados anteriores, los accionistas, como socios y titulares de la sociedad, tienen la facultad de nombramiento, control y revocación del administrador; además, pueden solicitar a la junta su revocación en cualquier momento y sin justa causa, y existe un sistema para exigirles responsabilidad. En el caso de las sociedades gestoras, también existe la posibilidad de exigir responsabilidad, sin embargo, solo se dará esta posibilidad en el caso en que la sociedad gestora haya incumplido alguno de los deberes establecidos por la ley o los reglamentos (art. 5.2 d) LIIC). Además, en cuanto a las facultades de revocación de la autorización, el artículo 49 de la LIC y el 117 del RIIC establecen unas causas tasadas de revocación, la mayoría relacionadas con el incumplimiento de las obligaciones legales de la sociedad gestora, la inactividad o la declaración en concurso; además, esta revocación no corresponde a los partícipes del fondo sino a la CNMV.

Podemos concluir que, en cuanto a las facultades de control de los partícipes del fondo, estos solo podrán exigir responsabilidad al mandatario por incumplimientos legales (art. 46.4 LIIC), y no existe la posibilidad de revocación sin justa causa en cualquier momento, a diferencia de lo que ocurre respecto de los administradores en las sociedades de capital. Esto puede conducir a una mayor libertad de la sociedad gestora que, a pesar de tener impuesta la obligación de actuar en beneficio de los partícipes por el artículo 46.2 de la LIIC, puede tomar decisiones que se alejen del interés de estos en la medida en que los partícipes no tienen mecanismos para controlarla, más allá del cumplimiento de las obligaciones legales.

3.4.2. Doble problema de agencia, falta de independencia

En este contexto de mandato se puede producir un nuevo «problema de agencia». La relación institucional puede ser vista como una serie de contratos de agencia³⁰ (o mandato), en los que

³⁰ SCHNEIDER, M.: «When Financial Intermediaries...», *op. cit.*, pág. 211.

pueden darse sucesivos problemas de agencia. Si tenemos en cuenta que el inversor institucional, en este caso la sociedad gestora, actúa como agente (o mandatario) del inversor beneficiario, pero, además, realiza como titular de las acciones en que invierte los derechos políticos derivados de las mismas, incluido el de control del administrador, nos encontramos ante una doble función de la sociedad gestora, como agente frente a los inversores beneficiarios y como principal frente a los administradores de la sociedad cotizada. Esta doble función puede provocar también que los partícipes del fondo, que son el principal en el contrato de inversión institucional, se encuentren ante dos problemas o costes de agencia: el primero, derivado de los diferentes intereses entre la sociedad gestora y los partícipes del fondo, y el segundo, derivado de los diferentes intereses entre el administrador de la emisora y la sociedad gestora.

En general podemos entender que existe una especie de relación fiduciaria entre la sociedad gestora del fondo y los partícipes³¹, de manera que, cuando la sociedad gestora actúa en su nombre y se deja llevar en sus decisiones por relaciones comerciales con la sociedad participada, podría estar perjudicando esta relación fiduciaria y el interés de los beneficiarios del fondo. Un ejemplo de la puesta en peligro del interés de los accionistas sería el que se pudiera dar en el caso de que la sociedad gestora aceptara una operación con un riesgo excesivo, que tuvieran que soportar los beneficiarios, en busca de una mayor rentabilidad. Además, hay que tener en cuenta que, al situar a la sociedad gestora, que es un agente, como organismo de control a otro agente, que sería el administrador, las decisiones tomadas en la primera de las relaciones, del partícipe y la sociedad gestora, van a tener influencia en las tomadas en la segunda relación, de la sociedad gestora y la sociedad emisora³², por lo que es importante tratar de reducir los costes de agencia, y realizar un control efectivo en la primera relación, que redundará en un mejor control y mayor satisfacción a través de la rentabilidad en la segunda relación³³.

4. NUEVAS TENDENCIAS EN LA PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSO-RES INSTITUCIONALES

4.1. NECESIDAD DE REGULAR LAS NUEVAS FORMAS DE PARTICIPACIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Los inversores institucionales surgen, en parte, como una forma de hacer frente a los dificultades que comporta la dispersión accionarial, ya que concentran inversiones de multitud de partícipes, que individualmente tendrían menor poder frente a la sociedad. Si se unen pequeños

³¹ *Ibidem*, 214; OCDE: «Corporate Governance...», *op. cit.*, pág. 48.; STAPLEDON, G. P.: «Institutional Investors...», *op. cit.*, pág. 218.

³² SORARRAIN, A. y DEL ORDEN, O.: «Relaciones de agencia...», *op. cit.*, pág. 4.

³³ IBÁÑEZ, J.: «Derechos de asistencia y representación en junta: La reforma española en el contexto de las corrientes globales de proxy voting law», en Ibáñez, J., *Comentarios a la reforma del régimen de la Junta General de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Cizur Menor: Aranzadi, 2014, pág. 146.

accionistas en uno de un tamaño mayor, será más fácil su coordinación y su intervención en las decisiones empresariales. Sin embargo, se plantean varias barreras a esta mayor implicación en la marcha de la sociedad. Además de los motivos ya apuntados, otro de los motivos que desincentivan la participación es que, en la medida en que los inversores institucionales son inversores especializados cuyo cometido es la inversión diversificada, un incremento en el grado de involucración en la sociedad participada podría suponer perder liquidez en sus inversiones³⁴. Es decir, si un inversor institucional incrementa su participación en una sociedad, llegará un momento en el que desinvertir en dicha sociedad pueda afectar a los precios de las acciones y los movimientos en el mercado, de manera que pierda su capacidad para buscar inversiones óptimas por no poder sacar sus fondos de la empresa participada. Se presenta así la oposición entre conseguir una mayor vinculación con la empresa, y participar de las decisiones importantes para añadir valor al negocio, o elegir pasar «desapercibido» en la sociedad para así gozar de una mayor liquidez y tener la posibilidad de modificar su inversión en cualquier momento. Por otra parte, la imposición de una obligación de participación hace que, cuando los inversores institucionales no quieren o no pueden implicarse en las decisiones empresariales, cumplan con el ejercicio del derecho de voto como una formalidad, emitiéndolo de acuerdo con la propuesta del órgano de administración.

Sin embargo, la participación o no de estos inversores puede ser relevante, no solo como forma de protección de la rentabilidad de los partícipes, sino también de cara a la distribución de la economía social puesto que con su participación en la junta de accionistas pueden influir en la política de dividendos o en las decisiones acerca de la remuneración a los directivos, entre otras decisiones. Además, las políticas de información a los accionistas sirven como una forma de formación que realizan estas instituciones al mercado sobre la forma de gestión de las sociedades en las que participan³⁵.

Además, gran parte de los obstáculos que pueden presentarse al incremento de la participación de los institucionales y a la implicación de los partícipes en las decisiones sociales de las emisoras provienen de los costes de comunicación. Mantener una comunicación suficiente con la sociedad en la que se participa es necesario para poder adoptar posiciones razonadas frente a las decisiones sociales, y la participación de los beneficiarios del fondo en el ejercicio de los derechos solo puede conseguirse con un adecuado sistema de información y comunicación entre la sociedad gestora y los partícipes, lo que conlleva altos costes. Con el avance de las tecnologías de la información, surgen nuevos métodos de comunicación entre la sociedad y sus accionistas, de cara a cumplir con sus obligaciones de transparencia, lo que facilita el conocimiento por el accionista en mayor profundidad de las decisiones de gobierno corporativo. Por otra parte, estas nuevas formas de comunicación también se extienden al ejercicio de los derechos sociales, como el de información antes de la junta, el de voto, o el de representación. Surge así una forma de eliminar las barreras de comunicación que hasta ahora se presentaban, y que se hace extensible especialmente a las comunicaciones necesarias entre los partícipes de las IIC y la sociedad y entre ellos mismos.

³⁴ ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A.: «IIC, Buen Gobierno...», *op. cit.*, 197; RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El deber de ejercicio...», *op. cit.*, 103; TAPIA HERMIDA, A. J.: «La ley 35/2003...», *op. cit.*, pág. 206.

³⁵ RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El alcance de la imposición por la LIIC...», *op. cit.*, pág. 292.

4.2. INFLUENCIA ACTUAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LAS SOCIEDADES

4.2.1. Mayor presencia de los inversores institucionales, el activismo accionarial y el fraccionamiento del voto

La presencia de los inversores institucionales en el accionariado de las sociedades españolas es cada vez mayor³⁶, siguiendo la tendencia de este tipo de entidades en los países anglosajones como el Reino Unido y los Estados Unidos, donde su amplia presencia se debe, entre otros motivos, a la caracterización de este tipo de entidades como una forma de canalizar el ahorro de los hogares hacia la inversión productiva, y como una alternativa a la inversión directa en las sociedades cotizadas u otras fórmulas de ahorro, sobre todo cuando los tipos de interés bajan³⁷. Estas instituciones se presentan como inversores cualificados, por lo que el incremento en su presencia implicará cambios tanto en la estructura accionarial como en la gestión y el funcionamiento de la empresa. Además los inversores institucionales son considerados como un efecto positivo para el mercado porque reducen el riesgo de movimientos conjuntos de los valores de las sociedades cotizadas, y fomentan el crecimiento económico³⁸. De hecho, uno de los motivos por los que la normativa relativa a este tipo de instituciones es cada vez mayor, es por la importancia que tienen estas instituciones, no solo dentro de la sociedad participada, sino también como mecanismos de eficacia y dinamismo del mercado.

Frente a los inversores institucionales «pasivos», que no participan ni en las decisiones de la junta general, ni en el control al órgano de administración, existen otro tipo de inversores, los accionistas activistas, entre los que podrían encontrarse también lo inversores institucionales.

Podríamos definir el activismo accionarial como la actuación llevada a cabo por un conjunto de accionistas en desacuerdo con el funcionamiento social, que busca producir un cambio en la gestión de la sociedad sin modificar el órgano de administración, o que llevan a cabo una serie de respuestas ante las actividades corporativas³⁹. La voluntad de participación en la vida empre-

³⁶ RABADÁN FORNIÉS, M.: «La inversión colectiva: concepto y evolución. Sus funciones. Situación actual y perspectivas», en Ureta Domingo, J. C. (dir.), *Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva, Papeles de la fundación*, Fundación de Estudios Financieros, 2009, págs. 35.; ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A.: «IIC, Buen Gobierno...», *op. cit.*, pág. 196; GARCÍA SANTOS, N.: «La inversión colectiva y la estabilidad financiera», en Ureta Domingo, J. C. (dir.), *Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva, Papeles de la fundación*, Fundación de Estudios Financieros, 2009, pág. 134; TRÍAS SAGNIER, M.: «El sistema de protección...», *op. cit.*, pág. 244.

³⁷ Fundación INVERCO: «Contribución de la inversión colectiva al desarrollo de los mercados financieros y perspectivas», *Medio siglo de la inversión colectiva en España*, 2007, pág. 42 (disponible en <http://www.fundacioninverco.es>, acceso 6 de marzo de 2015).

³⁸ YE, P.: «The value of active investing: Can active institutional investors remove excess comovement of stock returns?», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, 3, 2012, pág. 687; CAVENAILE, L. y SOUGNÉ, D.: «Financial development and economic growth: An empirical investigation of the role of banks and institutional investors», *Applied Financial Economics*, 22, 2012, pág. 1.723.

³⁹ GILLAN, S. y STARKS, L.: «The evolution of...», *op. cit.*, pág. 5.

sarial por parte de estos accionistas hace que busquen mecanismos eficaces de comunicación con la gestión de la sociedad, para mantenerse informados acerca de su funcionamiento y poder tomar decisiones fundadas sobre su gestión.

Esta implicación por parte de los accionistas de las sociedades, sobre todo de las cotizadas, se ha visto incrementada en los últimos años. Uno de los motivos que podrían justificar los movimientos activistas es la existencia de conflictos en la sociedad, como consecuencia de la excesiva pasividad por parte de otros accionistas, que hace que, ante la falta de fiscalización al órgano de administración, este actúe libremente y conforme a su propia iniciativa⁴⁰. Ante este «descontrol» de las actuaciones sociales, aparecen algunos socios que sí están dispuestos a asumir los costes de implicación social, a cambio de aumentar el valor de sus participaciones. Parte de estos accionistas activistas son los llamados fondos de inversión activos, cuya experiencia profesional y consideración de «inversores cualificados» parece motivar la aportación de valor a la sociedad a través de la participación activa.

4.2.2. La reforma de la LSC

En la última reforma de la LSC, operada a través de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo, se introducen medidas que pueden calificarse como defensoras del activismo accionarial, así como de protección de los minoritarios, que se unen a las ya existentes.

Ya en la ley anterior existía, en el artículo 186, la solicitud pública de representación como forma de acceso por los inversores en materia de gobierno corporativo a las decisiones empresariales a través de los administradores de la misma sociedad, los depositarios o los entes encargados del registro de anotaciones en cuenta, que en general debían seguir sus instrucciones. Sin embargo, este mecanismo podría no tener los efectos deseados si tenemos en cuenta que quien realiza dicha representación puede ser el órgano al que hay que controlar⁴¹, sobre todo porque existen posibilidades de voto por el representante en sentido contrario, contempladas por el mismo artículo. También contemplaba ya la ley, antes de la reforma, en el artículo 521, el derecho de voto a distancia, lo que facilita en cierta medida la participación accionarial. No obstante, esta forma de voto queda subordinada a la libertad de regulación por las disposiciones estatutarias, y el voto electrónico se contempla solo como una posibilidad que debe ser ofrecida por la sociedad emisora.

Entre las medidas introducidas por la modificación de 2014 en la LSC, se encuentra el refuerzo de la transparencia de la sociedad, ya que mediante la modificación de los artículos 518 y 519 de la LSC, se impone la presentación de «los textos completos de las propuestas de acuerdo sobre todos y cada uno de los puntos del día» y se amplía el plazo de solicitud de información previa a la junta. Además, la nueva ley fomenta el incremento de la participación de los minoritarios mediante la fijación una participación mínima en el capital para acudir a la junta en una

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ Al respecto IBÁÑEZ, J.: «Derechos de asistencia y representación...», *op. cit.*, pág. 146.

cantidad de mil títulos, en lugar de en un porcentaje del uno por mil de las acciones, que en las sociedades cotizadas privaba a muchos pequeños accionistas de su participación.

Por último, merece la pena realizar una especial mención al fraccionamiento del voto, cuya inclusión en la nueva redacción de la LSC parece algo que se presentaba como necesario. A primera vista, el fraccionamiento del voto se nos presenta como la posibilidad de dividir el voto de un accionista en pequeñas partes diferenciadas e independientes entre sí, sin embargo comporta un significado algo más complejo. En la regulación anterior a la reforma de 2014, el fraccionamiento del voto, regulado en el artículo 524 de la LSC, implicaba la posibilidad de que un intermediario profesional, en la prestación de sus servicios de inversión, ejercitara el voto en sentidos divergentes según las instrucciones de sus diferentes clientes. Por lo tanto, lo que aparecía en la LSC antigua era una especialidad aplicable solo a la figura del intermediario financiero.

En la regulación dada a la ley tras la modificación de 2014, el concepto del fraccionamiento cambia, y en lugar de referirse el artículo 524 de la LSC a los intermediarios financieros, pasa a referirse a «entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero que actúen por cuenta de varias personas», por lo tanto, se incluyen otras entidades, cuya determinación no queda clara ni en el Informe de la Comisión de Expertos⁴², ni en la propia ley. Lo cierto es que el artículo, a pesar de utilizar la palabra «intermediarios», parece hacer referencia a casos como los de la inversión institucional, en los que esta entidad es en sí misma el accionista legitimado formalmente ante la sociedad. Por lo tanto, lo que se trata de evitar con el fraccionamiento es que una entidad que actúe por cuenta de varios beneficiarios con voluntades opuestas de votación deje de ejercer el derecho de voto, o lo que podría ser peor, que lo ejerza en contra de la voluntad de algunos de sus partícipes, ante la imposibilidad de emitir votos en diferentes sentidos. Se trata esta medida de una forma de evitar la pasividad accionarial, sobre todo de estas «entidades» o «intermediarios» que aglutinan las participaciones de una multitud de pequeños inversores.

El hecho de que la inversión institucional implique una separación de titularidad formal y real se muestra de forma clara en este aspecto, en la medida en que si la relación institucional se tratara de una mera representación, el representante podría, sin necesidad de aplicar este artículo, emitir votos en sentidos diferentes, según las instrucciones de cada uno de sus representados. Sin embargo, aquí el institucional es, en sí mismo, un accionista que actúa en nombre propio, aunque por cuenta de los beneficiarios finales, y no un mero representante. Existen diferencias entre el primer y el segundo caso; en el primero el representante puede emitir diferentes votos siendo un mismo sujeto, pero cada accionista vota en un único sentido, sin embargo, en el segundo caso es un único accionista el que vota en diferentes sentidos⁴³. De hecho, la comisión de expertos que analizó las

⁴² Al respecto, consultar SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «Algunos cambios en la regulación de la junta general en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC)», en Ibáñez, J., *Comentarios...*, op. cit., pág. 83.

⁴³ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «La propuesta de generalización del voto divergente», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 86, 2014, pág. 9 (disponible en <http://eprints.ucm.es/25829/1/Voto%20divergente.pdf>; acceso 11 de febrero de 2015).

nuevas propuestas de regulación normativa, puntualizó que la necesidad impuesta por la Directiva 2007/36/CE, que origina la nueva redacción del artículo 524 de la LSC, se basaba en que la regulación española aceptara de forma expresa el voto divergente procedente de entidades que actuaban en nombre propio pero por cuenta de los titulares indirectos⁴⁴. Además, el nuevo artículo incluye la posibilidad de los titulares de estas acciones de delegar el voto a los «titulares indirectos», es decir, incluye la posibilidad de que el mandatario (la sociedad gestora del institucional) delegue en su mandante (el partícipe del institucional) el ejercicio de los derechos de voto. Por lo tanto la situación final es aquella en la que el último beneficiario de la participación en una sociedad puede ejercitar de forma directa el derecho de voto.

Hay que añadir que, a pesar de los aparentes beneficios de la participación activa, es muy difícil medir sus efectos, tanto si se realiza por accionistas de forma individual, como si es realizado de forma colectiva. Un resultado positivo implicaría que, como el activismo genera mayor rentabilidad o un mayor valor para la empresa, debe mejorarse la normativa de protección a los accionistas, mientras que el resultado contrario implicaría la reducción de las facultades de estos⁴⁵.

Sobre todo es complicado conocer si realmente el aumento del valor de la sociedad que puede derivarse del activismo accionario y el fraccionamiento del voto supera el coste que implica para los inversores «indirectos» la comunicación, tanto con la sociedad emisora como con los partícipes del institucional, así como los costes de información acerca de la marcha de la empresa y de las opciones de voto. De nuevo, únicamente si la participación, y los costes que conlleva, resultan rentables para el accionista colectivo, este llevará a cabo un comportamiento activista.

Podemos afirmar que las pretensiones de la nueva redacción del artículo 524 son las de incrementar la participación de las entidades que aglutinan votos de inversores finales, como son los inversores institucionales, y, sobre todo, facilitar la implicación de los beneficiarios finales. Al introducir la posibilidad del fraccionamiento, la sociedad gestora podrá votar de acuerdo con las diferentes opiniones de sus partícipes, de forma que no es necesario formar un voto coordinado y único para el institucional como accionista formal, sino que podrán emitirse votos en diferentes sentidos procedentes de los diferentes partícipes. Se evita así el problema de que, en el ejercicio de los derechos sociales, el institucional vote a favor de la opinión de algunos de sus partícipes pero en contra de la de otros, al quedar obligado a votar en un único sentido.

No obstante, lo cierto es que la efectiva participación por parte de los institucionales, y la implicación de los partícipes finales, no queda garantizada de esta forma, y habrá que atender a la regulación propia de este tipo de entidades, en concreto de las instituciones de inversión co-

⁴⁴ CNMV: «Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo», Madrid, 2013, págs. 22 y 23 (disponible en <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/COBG/COBG.aspx>, acceso 12 de marzo de 2015).

⁴⁵ BEBCHUK, L. A. y WEISBACH, M. S.: «The state of corporate governance research», *The Review of Financial Studies*, 23, 3, 2010, pág. 942.

lectiva, así como al carácter rentable o no de esta participación para dichas entidades. El motivo es que será la relación de inversión institucional entre la sociedad gestora y los beneficiarios la que determine hasta qué punto el mandatario está obligado a ejercer el voto, y a hacerlo de forma fraccionada. La regulación de esta relación queda englobada en la LIIC, y el RIIC, por lo que analizaremos qué tipo de obligación contienen con respecto al ejercicio de los derechos sociales para comprobar si realmente garantiza los derechos políticos de los partícipes, o si quedan indefensos ante la decisión de la sociedad gestora. Habrá ocasiones en las que no exista tal obligación, y otras en las que exista pero pueda eludirse con una justificación en los excesivos costes de dicha participación o el perjuicio para el fondo.

4.2.3. Obligación de ejercicio de los derechos sociales

En cuanto al ejercicio del derecho de voto, ya hemos visto que existe la tendencia de los inversores institucionales a la pasividad. Sin embargo, también hemos estudiado la importancia de la participación de estas instituciones en la vida de las sociedades de capital. Estas entidades están pasando a tener participaciones considerables en las empresas cotizadas, y su actuación como accionistas activos puede beneficiar tanto a la propia sociedad emisora como a los beneficiarios del fondo si con esta participación consiguen aumentar el valor de las participaciones. El problema se encuentra en que hasta ahora no existen mecanismos suficientes para garantizar esta participación⁴⁶.

En cuanto a la imposición a los inversores institucionales de la obligación de participar, mediante el ejercicio del derecho de asistencia y de voto, hay que atender a los artículos 46 de la LIIC y 115 del RIIC. Sin embargo, esta obligación queda limitada a los casos en los que se cumplan los requisitos de nacionalidad española, antigüedad superior a 12 meses y participación superior al 1%. Además, es posible eludir esta obligación alegando motivos que justifiquen el no ejercicio de los derechos de asistencia y voto. Es el RIIC el que impone restricciones a la obligación de ejercicio de los derechos sociales, y hace que, por ejemplo, las sociedades gestoras españolas no tengan la obligación de ejercer el derecho de asistencia y voto en las juntas de socios de sociedades cotizadas extranjeras en las que hayan invertido los fondos aportados por los partícipes, ni las sociedades gestoras extranjeras en las emisoras españolas.

Por otra parte, también incluye el RIIC, en el mismo artículo 115, la obligación de las sociedades gestoras de la creación de una política de voto que incluya, en beneficio de la IIC, la forma y el momento en el que deban ejercerse los derechos de voto. Esta obligación, al igual que la anterior, lo que asegura no es la participación efectiva del institucional en las decisiones societarias, sino más bien que dicha participación se realice en beneficio de los partícipes de la IIC, de manera que, en el caso en el que la sociedad gestora decida no intervenir, deba justificar su decisión en el mayor beneficio de los partícipes en el fondo.

⁴⁶ RONCERO SÁNCHEZ, A.: «El alcance de la imposición por la LIIC...», *op. cit.*, pág. 287.

Es discutible si la imposición directa de una obligación absoluta de participación por los institucionales es beneficiosa desde el punto de vista del beneficiario último⁴⁷. De hecho, el problema que puede plantearse al imponer la obligación de participación de los institucionales es que estos, para ahorrar costes, o evitar resolver conflictos de interés⁴⁸, apoyen de forma sistemática con su voto las propuestas del consejo de administración. Se estaría convirtiendo una medida que pretende añadir valor a la sociedad participada y a la IIC en un mero formalismo, que podría incluso destruir este valor en el caso de que se siguieran ciegamente las propuestas de la administración, incluso cuando fueran perjudiciales para la sociedad cotizada.

Sin embargo, sí parece más justificable, a efectos de garantizar el ejercicio de los derechos sociales por aquellos que son sus titulares últimos (aunque no formales), la imposición de obligaciones dirigidas a incrementar la implicación del beneficiario último en las decisiones del institucional sobre la gestión de las participaciones en las sociedades en las que invierte sus fondos. De hecho, las recomendaciones introducidas en los códigos unificados de buen gobierno de las sociedades cotizadas, dirigidas a impulsar el fraccionamiento del voto, más que asegurar la participación de los institucionales en las sociedades emisoras, lo que facilitan es que dicha participación se realice conforme a la voluntad de los partícipes del fondo⁴⁹. En el último Código de Buen Gobierno⁵⁰ de las sociedades cotizadas, publicado en febrero de 2015, ya no se incluye la necesidad de fraccionamiento de voto. El motivo es que esta medida se entiende adoptada ya por la legislación a través de la reforma de la LSC, por lo que no es necesaria una regulación a través de recomendaciones. Sin embargo, el nuevo código sí que se centra en la relación de información de las sociedades cotizadas con los inversores institucionales.

En primer lugar, ha sido removido el obstáculo que impedía a los partícipes de los fondos de inversión formar parte con su propio criterio de las decisiones empresariales. Con la introducción del fraccionamiento del voto, existe la posibilidad del partícipe de implicarse en la gestión de sus inversiones. El problema se presenta en que el fraccionamiento no es más que una posibilidad, y no existen todavía mecanismos que impongan ningún tipo de obligación para los mandatarios institucionales de permitir la participación de su mandante.

⁴⁷ TRÍAS SAGNIER, M., «El sistema de protección...» *op. cit.*, pág. 244; TAPIA HERMIDA, A. J.: «La ley 35/2003...», *op. cit.*, pág. 207.

⁴⁸ El problema se plantea cuando el principal (los partícipes del inversor institucional) desconoce la existencia de los conflictos de interés, de manera que la solución del mismo a la que llegue la sociedad gestora puede inclinarse hacia el lado contrario de los intereses de los partícipes, y favorecer a la sociedad participada en su perjuicio. De ahí la necesidad de que los conflictos de interés sean hechos públicos, para que puedan resolverse evitando la resolución sistemática conforme al interés de la sociedad gestora o el de la sociedad vinculada. *Cf.* IBÁÑEZ, J., «Banking Professional Conflicts...», *cit.*, págs. 443 y 449.

⁴⁹ CNMV: «Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas», 2006, y CNMV: «Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas», 2013 (disponibles en <https://www.cnmv.es>, acceso 12 de marzo de 2015).

⁵⁰ CNMV: «Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas», 2015 (disponible en <https://www.cnmv.es>, acceso 12 de marzo de 2015).

Una vez superado, en parte, este primer obstáculo, el nuevo código trata de superar el segundo obstáculo, formado por los motivos que llevan al institucional decidir no participar, en los casos en los que no le es obligatorio. Para ello, se incluye la recomendación a las sociedades cotizadas de crear una política pública de comunicaciones con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto. De esta forma, los inversores institucionales que se veían desincentivados a participar, por el coste de información y de formación en cuanto a la gestión de una sociedad, tendrán un mayor incentivo a la participación. Sin embargo, se trata de una recomendación, y por tanto no es obligatorio adoptar estas medidas por las sociedades cotizadas, sin perjuicio de que, igual que ha pasado con las medidas de fraccionamiento, este pueda ser una de las nuevas modificaciones a incluir en la LSC.

Por una parte, surge la necesidad de garantizar la implicación del partícipe de la IIC en los derechos políticos derivados de la titularidad de acciones en las que se han invertido sus fondos, y esta implicación solo puede conseguirse con el compromiso de la sociedad gestora del fondo. La sociedad gestora busca maximizar el beneficio a repartir entre sus partícipes, y una participación activa en la gestión social implica elevados costes que el institucional puede no estar dispuesto a soportar⁵¹. Sin embargo, en los casos en los que los costes de participación sean razonables, no existen motivos que puedan justificar la desatención a sus funciones como accionista. Así aparece la figura de los asesores de voto, como forma de ayudar a los inversores institucionales a ejercer sus derechos y obligaciones sociales mediante recomendaciones de voto, como una forma de ahorrar en los costes necesarios para el ejercicio de esta participación.

4.3. ASESORES DE VOTO Y DELEGACIÓN DEL VOTO (*PROXY ADVISORS*)

4.3.1. Definición y funciones

Los asesores de voto son entidades que prestan servicios de asesoramiento a inversores, principalmente a inversores institucionales, para el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad por estos inversores de acciones en sociedades cotizadas.

El incremento en la presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas, la concienciación acerca de la necesidad de que los inversores actúen como propietarios respecto de las decisiones sociales y la reciente regulación hacen que los inversores busquen la forma de llevar a cabo esta participación efectiva, contratando los servicios de asesores de voto. El coste de la participación activa en las decisiones sociales es alto debido, por una parte, a las necesidades de comunicación con la sociedad emisora y con los partícipes del institucional y, por otra, a la necesidad de formación del institucional y el procesamiento de la información necesaria para poder adoptar decisiones que maximicen el valor de sus inversiones.

⁵¹ Al respecto hay que destacar GILSON, R. J. y GORDON, J. N.: «The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights», *Columbia Law Review, Working Paper*, 438, 2013, pág. 897 (disponible en <http://papers.ssrn.com>, acceso 12 de marzo de 2015).

En España, en la medida en que las sociedades cotizadas presentan una titularidad mucho más concentrada, la presencia de los inversores institucionales es menor que en otros países, igual que es menor la influencia de sus decisiones en la marcha social. No obstante, la tendencia es creciente en cuanto a su presencia y su participación. Como la presencia de los institucionales es menor, también la incidencia de las recomendaciones de los asesores de voto es menor, puesto que estos últimos se dirigen principalmente al colectivo de los primeros. Sin embargo, sí que tiene relevancia la opinión de estos asesores en casos en los que las acciones de las sociedades españolas se encuentran en paquetes de inversión de institucionales extranjeros. En cualquier caso, es difícil calcular el impacto de los asesores de voto, tanto en España como en el extranjero, debido a que es difícil conocer cuáles han sido sus recomendaciones y si estas han sido seguidas o no por sus clientes. Los *proxy advisors* surgen como una forma de reducir el coste de participación activa y mejorar la eficiencia de los institucionales en sus funciones, al externalizar la función de información y formación de una opinión razonada sobre el sentido adecuado de voto⁵².

La crítica dirigida a los institucionales en la contratación de los servicios de los *proxy advisors* se basa en que pasan, de votar de acuerdo con las propuestas del órgano de administración, a votar de acuerdo con las propuestas de estos asesores, sin tener en cuenta en ningún caso sus obligaciones fiduciarias con los partícipes⁵³. Ante la obligación de participación impuesta a los institucionales, y teniendo en cuenta el poco interés que, en general, supone para ellos esta participación, lo que hacen estos inversores es pasar, de cumplir con esta obligación siguiendo de forma sistemática las propuestas del órgano de administración, a cumplirla siguiendo de forma sistemática las propuestas de los asesores de voto. Sin embargo, de esta forma no se estaría cumpliendo con el objetivo del legislador y de las instituciones al imponer obligaciones de voto y exigir la publicidad de una política de voto, objetivo de protección a los partícipes que han aportado sus fondos a la IIC, y que son los que finalmente obtienen los beneficios y soportan los riesgos. No obstante, cabe también pensar que el cuestionamiento de las proposiciones que emitan estos asesores implicaría unos costes que el inversor tampoco estará dispuesto a soportar, de ahí que muchas veces los institucionales sigan los consejos de los asesores de voto sin cuestionarlos, aunque también es extendida la práctica de contratar los servicios de dos asesores de voto distintos para contrastar sus propuestas.

Los *proxy advisors* realizan dos funciones:

1. Llevan a cabo la gestión del ejercicio del derecho de voto por los accionistas. Esta actividad no presenta problemas en la medida en que se trata de una relación de mandato o agencia habitual en la que el agente se ocupa de gestionar el voto del principal.

⁵² PERDICES, A.: «Los asesores de voto. Evidencias y Mitos desde la polémica de los *Proxy Advisors*», *Centro de Gobierno Corporativo, IE*, 4, 2014, pág. 13; y CNMV: «Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles», 2012, pág. 5 (disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, acceso 13 de marzo de 2015).

⁵³ PERDICES, A.: «Los asesores de voto...», *op. cit.*, pág. 14.

2. Llevan a cabo el asesoramiento acerca del sentido de voto que se va a emitir en la junta de socios de la sociedad cotizada de la que el institucional es parte. Esta función es la más relevante en cuanto a sustancia y en cuanto a la polémica que suscita.

Frente a los *proxy advisors*, surgen los *proxy solicitors*, como entidades que prestan servicios a las sociedades de identificación de los accionistas, por una parte, y de relación con los inversores institucionales, por otra. Surgen como una forma de evitar que la intervención de los asesores de voto aleje al socio institucional de la sociedad, y siga sus recomendaciones sin buscar mayor información. Estos entes realizan un diálogo con los inversores institucionales, previo a la celebración de la junta de accionistas, con el fin de informarles acerca de las propuestas. Además, también se encargan de entablar el diálogo con los *proxy advisors* antes de la celebración de la junta de accionistas.

4.3.2. Problemas de independencia

En los casos en los que los inversores institucionales tienen una fuerte presencia en la sociedad española, como pueden ser aquellos en los que el *free float* es muy alto, los *proxy advisors* ejercen una presión importante sobre las sociedades que estudian y para las que realizan sus proposiciones de voto. Las sociedades emisoras terminan respondiendo de sus políticas de gobierno corporativo ante los asesores de voto, en lugar de hacerlo frente a los accionistas, que son los que realmente soportan los riesgos de la inversión y a los que interesa la marcha de la sociedad. Esto hace que las sociedades emisoras terminen adaptando su políticas de gobierno corporativo a los estándares seguidos por los asesores de voto, y se esfuercen por cumplir con los requisitos que les imponen, cuando ante quien deberían responder realmente es ante el accionista, que debería ser el verdadero interesado.

También aquí se puede plantear el problema de los conflictos de interés⁵⁴ por el hecho de que los asesores de voto han pasado, de aconsejar a los accionistas acerca del sentido del voto, a prestar también su asesoramiento a las sociedades emisoras. Las sociedades buscan consejo sobre la forma adecuada de cumplir con las buenas prácticas de gobierno corporativo, en aquellos entes que luego van a encargarse de juzgar sus decisiones frente a los accionistas. Si esto ocurre así aparece el peligro de que las recomendaciones realizadas a los accionistas acerca del voto a emitir dependan más de la relación existente entre el asesor y la sociedad emisora, que de un juicio objetivo acerca de sus prácticas de gobierno corporativo. Los asesores de voto podrían tender a ofrecer recomendaciones positivas con mayor facilidad cuando la sociedad a la que juzgan es su cliente, que cuando la recomendación está dirigida hacia una emisora que no ha contratado los servicios de este asesor.

⁵⁴ Existe una entidad, el asesor de voto, que se encuentra ante intereses contrapuestos, el de la sociedad y el inversor a los que presta sus servicios de asesoramiento, el problema es que siempre decidirá de acuerdo con su propio interés y el de las personas relacionadas (v. IBÁÑEZ, J.: «Banking Professional Conflicts...», *op. cit.*, págs. 443 y 449); situación similar es la que se plantea cuando existe una entidad encargada de recomendaciones de inversión y a la vez participa en el capital de la sociedad recomendada. Cfr. TAPIA HERMIDA, A.: «La Directiva 2003/125/CE sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de los conflictos de intereses», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 94, 2004, pág. 293.

Estos conflictos de interés se agravan cuando surgen asesores de voto que pertenecen a un grupo que presta otros servicios financieros, entre los que puede encontrarse la inversión institucional. En estos casos existe el riesgo de que los asesores de voto puedan influir con sus recomendaciones en el valor de las acciones de las sociedades en las que el institucional relacionado invierte los fondos. En otras ocasiones la propiedad de estos entes asesores está vinculada con la de las grandes sociedades emisoras sobre las que prestan consejo, lo que podría dar lugar a un sesgo aún mayor. En cualquiera de estos casos, los conflictos de interés hacen que un institucional, que no está dispuesto a invertir recursos en comprobar el asesoramiento del *proxy advisor*, al seguir su recomendación, pueda actuar en perjuicio de los intereses de los partícipes del fondo, por cuenta de los que actúa.

Por otra parte, estos asesores suelen emitir recomendaciones especializadas por sectores y por zonas geográficas. El segundo problema se plantea cuando un asesor especializado en un determinado sector y área tenga que realizar recomendaciones acerca de las inversiones de fondos realizadas en el extranjero. En estos casos, como puede ocurrir en España, el asesor va a aplicar una estandarización de criterios, que pueden no ser los más idóneos para las diferentes sociedades que analiza. En España, los criterios de gobierno corporativo quedan recogidos en normas imperativas como la LSC y en simples recomendaciones, como los códigos de buenas prácticas. Lo que ocurre es que, en ocasiones, los asesores extranjeros dan recomendaciones de voto conforme a criterios de gobierno corporativo propios, y distintos de los que en nuestro país son exigibles o recomendables. En estos casos, las sociedades se encuentran con que deben cumplir unos requisitos que van más allá de lo que generalmente es exigible de acuerdo con los estándares de gobierno corporativo para que los asesores de voto emitan recomendaciones favorables. En caso de no cumplir con estos requisitos adicionales, las sociedades tratan de explicar a los asesores de voto los motivos por los que se han alejado de estos requisitos o han aplicado otros más convenientes, a pesar de que no existe ninguna norma imperativa, ni una regla concreta de «cumplir o explicar» que incluya a los asesores de voto como los sujetos a los que deben ir dirigidas estas explicaciones.

Además, normalmente los asesores no publican sus recomendaciones, y es difícil saber conforme a qué estándares las emiten. Al no haber transparencia en cuanto a los estándares seguidos por los *proxy advisors*, tampoco las sociedades pueden saber a qué atenerse para evitar los votos en contra derivados del asesoramiento de estas entidades. Se muestra así la necesidad de una regulación, de manera que los asesores de voto muestren los estándares seguidos para las emisiones de sus recomendaciones. Así las sociedades afectadas podrán decidir si prefieren cumplir estos estándares para conseguir los votos favorables de los accionistas que contratan los servicios de estos asesores, o apartarse de los mismos, porque no los consideren aplicables al sector o el área en el que operan.

Por último, se plantea un problema más bien relacionado con la percepción que el mercado tiene sobre estos asesores. Si las sociedades terminan siguiendo las directrices propuestas por estos, y además buscan su aprobación de cara a las propuestas sociales, lo que va a ocurrir es que se producirá una disociación entre quien tiene la responsabilidad del voto y quien tiene el poder de decisión. Mientras que la sociedad gestora del inversor institucional es responsable frente a

sus partícipes, las decisiones las termina tomando un ente que no asume el riesgo⁵⁵ y al que no le interesa la marcha de la compañía.

Ante estos problemas de conflictos de interés y de transparencia, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Market Authority, ESMA), realizó una consulta para conocer la opinión del mercado acerca de la necesidad de regulación de estas instituciones, proponiendo cuatro posibilidades: no regular nada, recomendar una autorregulación, dar una regulación a través de recomendaciones siguiendo el principio *comply or explain* o establecer una regulación imperativa.

La contestación por parte del grupo de expertos de la CNMV⁵⁶ a la consulta de la ESMA fue la propuesta de adoptar una regulación a través de recomendaciones procedentes de una institución de la Unión Europea, basadas en el principio *comply or explain* para así solucionar los problemas derivados de la falta de transparencia en cuanto a los estándares que siguen estos asesores y los problemas derivados de los conflictos de interés que puedan existir. Sin embargo, la ESMA concluyó⁵⁷, tras recibir las propuesta de diferentes instituciones, que la mejor forma de controlar a los asesores de voto en el ámbito de la Unión Europea era la de una autorregulación dada por ellos mismos, a través de códigos de conducta, que recojan principios relativos a los conflictos de interés, que impongan una medida de transparencia en cuanto a los estándares que siguen y que se basen en la necesaria comunicación entre sociedades emisoras e inversores. En cualquiera de las soluciones propuestas, la solución pasa por solicitar a los asesores de voto la transparencia suficiente como para garantizar que las sociedades afectadas puedan decidir si quieren o no seguir con sus estándares de gobierno corporativo. De esta forma, se evita el desconcierto del órgano de administración de las sociedades, que a pesar de cumplir con los estándares establecidos en la normativa, obtiene resultados negativos en las votaciones en la junta general de accionistas ante las propuestas que realizan sobre gobierno corporativo.

4.4. MEDIDAS ADOPTADAS EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL PARA MEJORAR EL COMPROMISO POLÍTICO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES: UK STEWARDSHIP CODE

4.4.1. Justificación de la necesidad de un código de gestión institucional

Una vez constatada la división entre la titularidad formal y material, en el caso de los inversores institucionales, y las especialidades en cuanto al ejercicio de los derechos sociales que

⁵⁵ PERDICES, A.: «Los asesores de voto...», *op. cit.*, pág. 42.

⁵⁶ CNMV: «Documento elaborado por Grupo...», *op. cit.*, pág. 35.

⁵⁷ En el documento ESMA, «Final Report. Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry», 84, 2013, pág. 27 (disponible en <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>, acceso 13 de marzo de 2015).

esto implica, podemos afirmar la necesidad de efectividad en la comunicación entre los mandatarios y los mandantes en esta relación. En principio, el objetivo último de los partícipes será el de maximizar la rentabilidad que obtienen de sus inversiones, y el de la sociedad gestora del fondo, el de maximizar los beneficios de las inversiones que realiza para hacerlos llegar al partícipe. Sin embargo, se dan casos en los que no se produce tal alineación de los intereses de unos y otros, y los partícipes del fondo tienen que afrontar lo que hemos llamado como un doble problema de agencia, que podría reducir el valor de sus inversiones.

La legislación española en cuanto al gobierno corporativo trata de evitar estas situaciones propiciando una mayor intervención del partícipe en las decisiones de la sociedad emisora. Sin embargo hasta ahora la normativa relativa a las obligaciones de compromiso del institucional con sus partícipes no va más allá de la obligación de publicidad de la política de voto y la obligación, limitada a ciertos casos, de ejercicio de los derechos sociales.

En cambio, este necesario compromiso del institucional con su partícipe, en aras de conseguir la máxima satisfacción de ambos, sí que encuentra una regulación específica en el Reino Unido, donde el Financial Reporting Council (en adelante FRC)⁵⁸ publicó en 2010 un código de gestión, el *Stewardship Code*, actualizado en el año 2012. Se trata de una regulación que busca garantizar el compromiso de los inversores institucionales en el control de las prácticas de gobierno corporativo de las empresas, y así maximizar el valor para sus partícipes⁵⁹. A pesar de la diferencia en cuanto a número e influencia de los inversores institucionales en el Reino Unido y en España, así como a la diferencia en cuanto a dispersión accionarial, lo cierto es que la tendencia creciente de estos inversores en nuestro país hace que estas prácticas puedan ser trasladadas a nuestro ordenamiento.

El *Stewardship Code* se aplicará a aquellos inversores institucionales que firmen su adhesión al mismo. Constituye una regulación de *soft law*, basada en una serie de recomendaciones bajo el principio *comply or explain* («cumplir o explicar» en español), que a pesar de no ser derecho imperativo, requieren que aquellos institucionales que decidan no cumplirlas deban justificar sus motivos para no hacerlo. El sistema es idéntico al que se aplica en los códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo. El código es de aplicación a los inversores institucionales que realicen inversiones en acciones de sociedades emisoras con nacionalidad en el Reino Unido, sin embargo, deja abierta la posibilidad de aplicación de sus estándares a inversiones realizadas fuera del país y a otro tipo de activos. En los casos en los que los institucionales que se hayan adherido al código decidan no cumplir con alguno de sus principios, que podrían estar justificados por el tamaño de los mismos o su organización, deberán dar explicaciones razonadas a sus partícipes acerca de los

⁵⁸ El Financial Reporting Council es el regulador independiente del Reino Unido para la información y el gobierno corporativo.

⁵⁹ IBÁÑEZ, J.: «Stewardship y relaciones de la sociedad cotizada con los inversores institucionales», *Revista Electrónica de Pensamiento, Economía y Sociedad*, vol. 07, 2010, pág. 54.

motivos. No obstante, existe la obligación, impuesta por la FSA⁶⁰ (Financial Services Authority), de los inversores institucionales que gestionen inversiones de clientes profesionales de publicar la naturaleza de su compromiso con el código, o de justificar su no compromiso con el mismo⁶¹.

Hasta el momento, ha existido un gran avance en la consecución de los objetivos del código, y cada vez hay un mayor número de entidades que se adhieren al mismo, y así lo muestran los estudios realizados por el FRC⁶². Sin embargo, una vez que se han producido las adhesiones, los esfuerzos deben centrarse en que los adherentes al código mejoren la calidad de su compromiso, e incrementen la puesta en práctica de las actividades propuestas por el código. Además, es especialmente relevante la participación de los propietarios del capital en la adhesión al código mediante la solicitud a las sociedades gestoras de la adopción de los estándares que en él se contienen y la adhesión al mismo. Son los titulares de los fondos los únicos que pueden requerir a las sociedades gestoras la adopción de un código que incremente su compromiso.

4.4.2. Contenido del *stewardship code*

Las medidas de garantía del compromiso del institucional propuestas por el código se basan en la transparencia frente a sus partícipes en cuanto a sus actuaciones y la implicación en el control de las prácticas de gobierno corporativo de la sociedad emisora. Sus principios básicos son los siguientes:

1. *Obligación de publicar la política del institucional en cuanto al cumplimiento de sus obligaciones de stewardship*

Se trata de la obligación de divulgación pública por el institucional acerca de cuál es su compromiso de control e implicación en las compañías participadas, en materias de gobierno corporativo, estructura de capital, riesgos o remuneraciones, entre otras. Además, el institucional, que tiene la posibilidad de externalizar parte de sus actuaciones relacionadas con el control de la sociedad emisora, queda obligado, según la actualización del código de 2012, a garantizar que las actuaciones llevadas a cabo por la entidad contratada cumplen con su nivel de compromiso.

Quedaría así resuelto el problema analizado en los casos en los que el institucional vota de forma sistemática de acuerdo con las propuestas del asesor de voto, al que encarga el análisis de la sociedad en la que participa y el asesoramiento en materia de voto. El institucional tiene la obligación de comprobar que las actuaciones y propuestas del *proxy advisor* contratado concuerdan con su nivel de compromiso respecto de los partícipes.

⁶⁰ Entidad con funciones en el Reino Unido equivalentes a las de la CNMV en España.

⁶¹ Obligación impuesta en la Conduct of Business Rule 2.2.3 (COBS 2.2.3) (disponible en <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/2/2>, acceso 15 de marzo de 2015).

⁶² Tal y como expresa el documento «Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014», publicado por el Financial Reporting Council en enero del 2015.

II. Publicación de la política de gestión de los conflictos de intereses

La sociedad de gestión del inversor institucional debe hacer públicos los conflictos de interés que se puedan plantear entre sus partícipes, sobre todo cuando la sociedad emisora está relacionada con alguno de ellos. Puesto que su obligación es la de actuar de acuerdo con los intereses de todos los partícipes, debe crear una política de gestión de los conflictos para conseguir la máxima satisfacción de los beneficiarios.

De acuerdo con los estudios realizados antes de la actualización del código⁶³, muchos de los propietarios consultados solicitaron que esta incluyera en el código el requisito de publicidad de las relaciones organizacionales entre los partícipes del fondo, el fondo y las sociedades emisoras participadas. Parece que esta será una de las vías de renovación del *stewardship code* en su próxima versión.

III. Deber de vigilancia de las empresas participadas

Este principio establece la obligación del inversor institucional de realizar diferentes actividades de control periódico de las actuaciones societarias, a fin de identificar los casos en los que la sociedad se aleja de las recomendaciones de gobierno corporativo, en relación con la composición de los órganos de la sociedad o la transparencia en sus informes, entre otros, y de dialogar con la compañía en casos de desacuerdo acerca de estas prácticas. Además, el inversor institucional debe intentar identificar los errores en cuanto a la gestión de la sociedad y comunicárselos a sus órganos de gestión para evitar pérdidas de valor de su inversión.

IV. Establecimiento de políticas de participación activa

Los inversores institucionales deben hacer públicas las situaciones en las que llevarán a cabo una intervención activa en la compañía invertida, con independencia de si su posición es activa o pasiva frente al voto. Esto implica que habrá situaciones especiales en las que el institucional decida intervenir activamente en las decisiones de la sociedad participada, más allá del ejercicio o no del derecho de voto, mediante reuniones con la dirección de la sociedad, con el presidente, o con el órgano de administración, publicaciones e intervenciones antes y durante las juntas de socios, o proposiciones sobre cambios en el órgano de administración.

El conocimiento de las circunstancias en las que el institucional llevará a cabo este tipo de actuaciones es una forma de proteger al beneficiario partícipe del fondo ante cambios en el valor de sus participaciones, y de asegurar la intervención de la sociedad gestora en los casos en los que exista el peligro de pérdida de valor de sus participaciones.

⁶³ Los resultados de la consulta realizada para el cambio del *stewardship code* aparecen en el documento «Feedback statement. Revisions to the UK Stewardship Code», publicado por el Financial Reporting Council en septiembre de 2012.

V. Actuaciones en colaboración con otros inversores

Habrán situaciones en las que la situación de las sociedades participadas lleve al institucional a buscar la colaboración de otros institucionales. Las circunstancias en las que el institucional estará dispuesto a actuar a través de estas colaboraciones y la forma de colaboración deberá ser pública y conocida por los partícipes.

VI. Política y publicidad de la actividad de voto

El código propone a los institucionales el ejercicio del derecho de voto en todas las acciones de las que sean titulares, sin que se produzca un apoyo sistemático a las propuestas del órgano de administración, debiendo informar a la sociedad participada con antelación cuando decidan votar en contra o abstenerse. Además, deberán publicar información acerca de su historial de voto para cada sociedad en la que participen, y la utilización de servicios de representación o asesoramiento de voto, como son los *proxy advisors*. La actualización del código de 2012 va más allá de la simple mención de la utilización de estos servicios, e incluye como novedad la obligación de identificar a la entidad que ha prestado estos servicios en cada caso y de confirmar si se han seguido o no sus recomendaciones.

Por una parte, la recomendación de voto respecto de todas las acciones soluciona el problema de la pasividad accionarial que ha sido objeto de estudio, y la prohibición de apoyar sistemáticamente al órgano de administración busca dar una solución neutral a los conflictos de interés que puedan darse con ocasión de las relaciones comerciales existentes entre el institucional y la sociedad participada. Si el institucional tiene la obligación de votar, y de hacerlo de forma pública e independiente, los casos en los que la votación sea contraria a los intereses de los partícipes podrán ser impugnados por estos en tanto que conocerán cuál ha sido el sentido de voto.

Por otra parte, la reciente inclusión al principio de la obligación de identificación de los *proxy advisors* soluciona los problemas constatados de conflictos de interés en los asesores de voto. Esta inclusión se realiza de forma paralela a la recomendación en el código de gobierno corporativo inglés de la obligación de las sociedades de hacer públicos la identidad de los asesores externos contratados. De esta forma, se conocerán cuáles son los asesores de la sociedad participada y cuáles los del institucional, y será más fácil dar solución a los posibles conflictos de interés derivados de entidades que asesoran a la vez a la sociedad emisora y a los accionistas que en ella participan.

VII. Informe periódico sobre las actividades de *stewardship* y de voto

Existe la obligación periódica de los inversores institucionales de informar a los partícipes del fondo acerca de las actividades llevadas a cabo. Por una parte informarán acerca de las actividades relacionadas con el control de las prácticas de gobierno corporativo de la sociedad emisora, y por otra, del ejercicio del derecho de voto en estas sociedades. Se impone así un principio de transparencia de las actuaciones del institucional ante los partícipes, sin perjuicio de la confidencialidad necesaria para garantizar la efectividad de las actuaciones. Esta obligación se llevará a cabo median-

te la obtención de una opinión independiente que certifique el voto y la forma de implicación en la gestión de las sociedades emisoras, según estándares profesionales⁶⁴. Estas auditorías o informes de aseguramiento⁶⁵, externos e independientes, tienen como objetivo mostrar que la información mostrada por los institucionales en cuanto a sus actuaciones en beneficio de los partícipes son ciertas.

4.4.3. Otras iniciativas internacionales de compromiso de los institucionales: El *stewardship code* japonés

En 2014 fue publicada en Japón la versión japonesa del *stewardship code*, elaborada por una comisión de expertos creada a tal efecto. Los objetivos de este código son idénticos a los del británico, es decir, promover la implicación de los institucionales en las decisiones de gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten para mejorar la rentabilidad ofrecida a sus partícipes a medio y largo plazo⁶⁶, además, también se trata de una regulación no imperativa, sino basada en el principio de «cumplir o explicar», y se aplica respecto de las inversiones realizadas en sociedades japonesas. La versión japonesa del código también consta de siete principios con unas guías explicativas, la mayor parte de los mismos es casi idéntica a los principios del código inglés, aunque se introducen algunas diferencias.

La principal diferencia que introduce el código japonés es que, en cuanto al principio de creación y publicación de una política clara de voto, no se limita a impedir el voto sistemático de acuerdo con la administración, sino que se impone el desarrollo de una política de voto de manera que tampoco se sigan de forma sistemática las propuestas realizadas por los *proxy advisors*, sino que se forme una opinión fundada y basada en el control y el diálogo con la sociedad emisora.

Además, uno de sus principios está basado, en lugar de en las acciones de *stewardship* en general, en el necesario diálogo que debe mantener el inversor institucional con la sociedad emisora. Establece que la sociedad llegue a decisiones acerca del sentido de voto, a favor o en contra de sus propuestas, pero que sean fruto de diálogo.

Y, por último, para el código japonés, la participación colectiva con otros inversores institucionales no es un principio en sí mismo, sino que forma parte de otro principio que es el de contribución al crecimiento sostenible de la sociedad emisora. Esta contribución deberá realizarse a través de un conocimiento profundo de la misma y su entorno y mediante la obtención de los recursos necesarios para comprometerse con las compañías y poder hacer juicios razonables sobre sus propuestas, así como a través de la colaboración con otros inversores.

⁶⁴ De acuerdo con el *principle 7* del *UK stewardship code*, un marco normativo aplicable a estas auditorías serían los AAF 01/06 (*Assurance reports on internal controls of service organizations made available to third parties*).

⁶⁵ *Assurance reports* según el *principle 7* del *UK stewardship code*.

⁶⁶ Según el documento «Principles for Responsible Institutional Investors. Japan's Stewardship Code», redactado por la comisión de expertos para la elaboración de la versión japonesa del *stewardship code*.

5. CONCLUSIONES

La situación actual de los inversores institucionales en España presenta una serie de deficiencias, unas derivadas de la cultura societaria general y otras de las especiales circunstancias de los inversores institucionales. Por una parte, la esencia del contrato societario queda sin sentido ante unos accionistas que prefieren actuar como meros inversores a actuar como propietarios, de manera que la participación en las decisiones sociales queda subordinada a la mera consecución de objetivos económicos. Además, aparece el intercambio de posiciones, entre mandante y mandatario, al que ha dado lugar esta pasividad, que ha causado que, en algunas sociedades, el órgano de administración abandone su posición de agente para convertirse en principal, gracias a la libertad de decisión con la que actúa.

En segundo lugar, la división entre la titularidad formal y real, que se produce como consecuencia del contrato institucional, puede dar lugar a que, en el ejercicio de los derechos sociales, surjan problemas de agencia. Además, la reducida presencia de este tipo de inversores en comparación con otros Estados, a pesar de su aumento en los últimos años, es el motivo de la escasa regulación al respecto. Las obligaciones impuestas a las sociedades gestoras de este tipo de instituciones en cuanto a sus deberes fiduciarios respecto de los beneficiarios últimos son bastantes reducidos. Hasta ahora, solo podemos observar una obligación limitada de ejercicio de los derechos sociales y de publicación de la política de voto, y la introducción de la posibilidad para los beneficiarios de participación en el ejercicio del derecho de voto que corresponde a las acciones de las que son titulares últimos. No obstante, aún existe el peligro del no ejercicio de los derechos sociales, o del ejercicio sin tener en cuenta el beneficio de los partícipes, como consecuencia de conflictos de interés.

Es cierto que el nivel de desarrollo de la participación institucional en España es menor que el de otros Estados, como el Reino Unido, y que el mercado bursátil español tiene una gran concentración, frente a la dispersión de otros mercados como el norteamericano. Sin embargo, el crecimiento de la inversión institucional hace necesaria una regulación que asegure unos estándares mínimos de transparencia y democracia que protejan los intereses de los titulares últimos de los fondos invertidos. Lo más adecuado a estos efectos sería una regulación externa, que esté basada en el principio de «cumplir o explicar», como la que han adoptado el resto de países. Esta regulación no incluirá obligaciones sino recomendaciones, de manera que los entes afectados tengan la posibilidad de justificar el incumplimiento de sus preceptos en sus especiales circunstancias.

En primer lugar, y debido a la importancia creciente de estos inversores, parece aconsejable establecer unos estándares de diálogo entre los inversores institucionales y las sociedades en las que participan, de manera que estas puedan beneficiarse de sus conocimientos como profesionales, y aquellos puedan utilizar el mayor conocimiento de la sociedad para incrementar el valor de sus participaciones.

En cuanto al ejercicio del derecho de voto deberá contemplarse, por una parte, el compromiso de los institucionales en el ejercicio del voto de todas las sociedades de las que participan,

salvo en casos en los que los costes de dicha participación sean excesivos en comparación con la rentabilidad que esta les aporta. Además, pese a que la legislación actual ya contempla la creación y publicación de una política de voto, parece adecuado imponer la justificación de los votos emitidos por la sociedad gestora en criterios fundados en el estudio de la sociedad, sin que puedan seguirse de forma sistemática las propuestas del órgano de administración o del asesor de voto. La recomendación de mayor participación viene a su vez acompañada de la posibilidad de una mayor y mejor comunicación tanto entre la sociedad emisora y los accionistas, como entre la sociedad gestora del inversor institucional y sus propios partícipes, motivada por el hecho de que los costes de comunicación, tanto a efectos de participación como de información, son cada vez menores.

En cuanto a los requisitos de transparencia, para garantizar que las actuaciones de las gestoras de fondos vayan siempre dirigidas en el interés del fondo y sus partícipes, es aconsejable que se hagan públicas las relaciones entre el institucional y sus partícipes, así como entre el institucional y las sociedades en las que participan, de forma que se solucionen posibles conflictos de interés y se garantice la neutralidad. También es aconsejable que se deba publicar la identidad de aquellos cuyos servicios se contratan para cada sociedad en concreto.

Las nuevas medidas deberán adoptarse teniendo en cuenta la importancia creciente de los inversores institucionales como agentes de decisión en el panorama societario, sobre la base de la identificación de los titulares de los certificados de participación en las instituciones de inversión colectiva como sujetos interesados en la obtención de la rentabilidad del fondo, rentabilidad que está determinada en parte por las decisiones adoptadas en la sociedad emisora acerca de las actividades de gobierno corporativo.

Bibliografía

- ALMAZÁN, A.; HARTZELL, J. C. y STARKS, L. T. [2005]: «Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation», *Financial Management*, 34, págs. 5-34.
- ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A. [2009]: «IIC, Buen Gobierno y Responsabilidad Social Corporativa» en Ureta Domingo, J. C. (dir.), *Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva, Papeles de la fundación*, Fundación de Estudios Financieros, págs. 195-215.
- BEBCHUK, L. A. y WEISBACH, M. S [2010]: «The state of corporate governance research», *The Review of Financial Studies*, 23, 3, págs. 939-961.
- CAVENAILE, L. y SOUGNÉ, D. [2012]: «Financial development and economic growth: An empirical investigation of the role of banks and institutional investors», *Applied Financial Economics*, 22, págs. 1.719-1.725.
- FERNÁNDEZ, J. M (coord.) [2012]: *Diccionario jurídico*, Cizur Menor: Aranzadi.
- INVERCO [2007]: «Contribución de la inversión colectiva al desarrollo de los mercados financieros y perspectivas», *Medio siglo de la inversión colectiva en España*, págs. 35-70 (disponible en <http://www.fundacioninverco.es>, acceso 6 de marzo de 2015).

- GARCÍA-MECA, E. y TEJERINA-GAITE, F. [2013]: «Los inversores institucionales en los consejos de administración y sus efectos en las políticas financieras y retributivas de la empresa», Fundación de Estudios Financieros (disponible en <http://www.fef.es/new/index.php>, acceso 6 de febrero de 2015).
- GARCÍA SANTOS, N. [2009]: «La inversión colectiva y la estabilidad financiera», en Ureta Domingo, J. C. (dir.), *Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva, Papeles de la fundación*, Fundación de Estudios Financieros, págs. 129-139.
- GILLAN, S. y STARKS, L. [2007]: «The evolution of Shareholder Activism in the United States», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, 1, págs. 55-73.
- GILSON, R. J. y GORDON, J. N. [2013]: «The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights», *Columbia Law Review, Working Paper*, 438, págs. 863-927 (disponible en <http://papers.ssrn.com>, acceso 12 de marzo de 2015).
- IBÁÑEZ, J. [2003]: «El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas», *Revista de Derecho Mercantil*, 249, págs. 1.015-1.098.
- [2009]: «Banking Professional Conflicts of interest in European Securities Markets», *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 24, 9, págs. 443-453.
 - [2013]: *Fundamentos de Derecho empresarial*, tomo II, Cizur Menor: Aranzadi, págs. 25-47.
 - [2014]: *Comentarios a la reforma del régimen de la Junta General de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Cizur Menor: Aranzadi, págs. 133-149.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. [1967]: «Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 4, págs. 305-360.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. [1999]: «Corporate Ownership Around the World», *The Journal of Finance*, vol. 54, 2, págs. 471-517 (disponible en <https://business.illinois.edu>, acceso 8 de febrero de 2015);
- [2000]: «Agency problems and Dividend policies around the world», *Journal of Finance*, 55 (disponible en <http://faculty.tuck.dartmouth.edu>, acceso 19 de marzo de 2015).
- MATEU DE ROS, R. (coord.) [2011]: *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*, Madrid: La Ley, págs. 1-18; 51-56 y 105-123.
- PALAZZO, G. y RETHEL, L. [2007]: «Conflicts of Interest in Financial Intermediation», *Journal of Business Ethics*, vol. 81, págs. 193-207.
- PERDICES, A. [2014]: «Los asesores de voto. Evidencias y Mitos desde la polémica de los *Proxy Advisors*», *Centro de Gobierno Corporativo, IE*, 4.
- YE, P. [2012]: «The value of active investing: Can active institutional investors remove excess comovement of stock returns?», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, 3, págs. 667-688.
- RONCERO SÁNCHEZ, A. [2005]: «El alcance de la imposición por la LIIC a las instituciones de inversión colectiva del deber de asistencia y voto en las juntas generales», *Revista de Derecho de Sociedades*, 25, págs. 283-296
- [2008] «El deber de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera de un inversor institucional», *Noticias de la Unión Europea*, 283, págs. 101-112.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. [2009]: «El papel de los accionistas y los administradores en la crisis de las entidades de crédito», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 115, págs. 113-132.

- [2014]: «Algunos cambios en la regulación de la junta general en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC)», Cizur Menor: Aranzadi, págs. 63-93.
- [2014]: «La propuesta de generalización del voto divergente», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense*, 86, (disponible en <http://eprints.ucm.es>, acceso 11 de febrero de 2015).

SÁNCHEZ LINDE, M. [2009]: «Legitimación formal para el voto del socio en la Junta de Accionistas de la Sociedad Anónima. Régimen formal», *Revista Jurídica de Castilla y León*, 18, págs. 219-259 (disponible en <http://dialnet.unirioja.es>, acceso 19 de marzo de 2015).

SCHNEIDER, M. [2000]: «When Financial Intermediaries are Corporate Owners: An Agency Model of Institutional Ownership», *Journal of Management and Governance*, 4, págs. 207-237.

SORARRAIN, A. y DEL ORDEN, O. [2011]: «Relaciones de agencia e inversores institucionales», *Nota técnica, Observatorio de Divulgación Financiera*, 10, diciembre.

STAPLEDON, G. P. [2000]: «Institutional Investors: What are their responsibilities as shareholders?» en Parkinson, J.; Gamble, A. y Kelly, G. (eds.), *The political Economy of the Company*, Oxford, págs. 195-232, (disponible en <http://webkuliah.unimedia.ac.id>, acceso 19 de marzo de 2015).

TAPIA HERMIDA, A. J. [2004]: «La Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva. Una aproximación general a su contenido», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 93, págs. 175-220.

- [2004]: «La Directiva 2003/125/CE sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de los conflictos de intereses», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 94, págs. 293-296.

TRÍAS, M. [2000]: «El sistema de protección del accionista inversor», *Revista de Derecho de Sociedades*, 14, págs. 197-252.

URETA DOMINGO, J. C. (dir.) [2009]: *Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva, Papeles de la fundación*, Fundación de Estudios Financieros, págs. 27-41 y 43-58.

URÍA FERNÁNDEZ, F. (coord.) [2007]: *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Madrid: La Ley.