

El activismo accionarial en Europa

Manual europeo 2006

El activismo accionario en Europa

Manual europeo 2006

EUROSIF

Foro Europeo de Inversión Social



Para la elaboración de este Manual se ha contado con el apoyo de la Comisión Europea

Créditos

Líder del proyecto

Jérôme Tagger

Editor

Sarah Clawson

Consultores

Geert Waelkens

Katherine Kaess

Equipo de diseño

Grupo Editorial Cinca

Impresión

Grupo Editorial Cinca

Comité de lectura

Eurosif quisiera agradecer la aportación crítica y el apoyo de:

Dominique Biedermann (Ethos)

Erik Breen (Robeco Asset Management)

Pierre Habbard (TUAC)

Claudia Kruse (F&C)

Antony Marsden (ECGS)

Daniel Summerfield (USS)

Todos ellos actuando a nivel personal.

© Eurosif

Reservados todos los derechos.

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros medios, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

Para la elaboración de esta publicación se ha utilizado materiales reciclables.

ISBN: 978-84-611-5106-6

Depósito legal: M. 5.571-2007

Eurosif

Foro Europeo de Inversión Social

Fomento de la Sostenibilidad a través de los Mercados Financieros

11 avenue de l'Opéra

75001 París, Francia

Tel/Fax: +33 1 40 20 43 38

www.eurosif.org

El activismo accionario en Europa

Manual europeo 2006



Miembros Afiliados

ABN Amro Asset Management
ABP
Amnistía Internacional
AXA Investment Managers
Bank Sarasin
BNP Paribas Asset Management
Calvert
CM - CIC Asset Management
CoreRatings
Det Norske Veritas (DNV)
Dexia Asset Management
E. Capital Partners Spa
Economistas sin Fronteras
ESADE
Ethical Investment Research Service (EIRIS)
Ethix SRI Advisors AB
Ethos
F&C Asset Management plc
Fédération des Experts Comptables
Européens (FEE)
Fidelity Investments internacional
Forética
FTSE
Fundación Ecología y Desarrollo (Ecodes)
Generation Investment Management LLP
GES Investment Services
Global Exchange for Social Investment (GEXSI)
Henderson Global Investors
HSBC
I.D.E.A.M
Insight Investment
KLD Research & Analytics, Inc.
Mercer Investment Consulting
Nextra Investment Management
Oikocredit
Pioneer Investments
SAM Sustainable Asset Management
Schiffrin & Barroway LLP
SiRi Company Ltd
Société Générale Asset Management
SNS Asset Management
Standard Life Investments
Triodos Bank
TUAC
UBS AG
Universiteit Nyenrode
Vigeo
West LB
WWF

Foros Nacionales de Inversión Social (FIS)

Belsif, Bélgica
Forum Nachhaltige Geldanlagen, Alemania
Forum per la Finanza Sostenibile, Italia
Forum pour l'Investissement Responsable, Francia
Swesif, Suecia
UK Social Investment Forum, Reino Unido
VBDO (Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling), Holanda

Las opiniones mostradas en este documento no representan necesariamente las opiniones de todos los miembros afiliados.

Presentación

Forética tiene el honor de poner a disposición de la comunidad inversora el presente manual. En él, se propone una gestión constructiva de los derechos políticos de las estructuras del capital alineando los intereses financieros con las convicciones éticas de los inversores.

Eurosif se ha perfilado como referente y pionero en la promoción de estas prácticas a nivel europeo, y su influencia ha ido trascendiendo al ámbito comunitario.

El grado de desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) no ha experimentado aún una consolidación en nuestro país. Pero mirando a un horizonte de medio y largo plazo, todo parece indicar que la ISR se va a convertir en una de las alternativas de inversión más atractivas para los ahorradores en los próximos años.

Entre las tendencias, se observa una progresiva sofisticación del inversor español que cambiará sus estructuras de inversión de activos más conservadores (como la renta fija o el mercado inmobiliario) hacia aquellos más eficientes en términos de riesgo-retorno. Por otro lado, una importancia creciente de las fórmulas de ahorro privado como los planes de pensiones y los fondos de inversión, servirán de complemento a la Seguridad Social. Además, el papel de incentivos fiscales y regulatorios como contribución a la creación de una economía europea competitiva y sostenible puede ser una de las claves para el desarrollo futuro de la ISR en España.

Desde Forética, somos conscientes de que la incorporación de estrategias de inversión sostenible sirve como impulsor clave para una gestión ética y socialmente responsable de las organizaciones. Por ello, es nuestro objetivo seguir colaborando estrechamente con Eursosif para colaborar en la difusión del mensaje que amplifique el cambio en el escenario europeo y español.

GERMÁN GRANDA
Director General de Forética
Enero 2007

Eurosif tiene el orgullo presentar junto a Forética la versión española del Cuaderno sobre Activismo Accionarioal en Europa. El activismo accionarioal es una corriente creciente dentro del marco europeo. A modo de ejemplo, Eurosif organizó recientemente una concurrida conferencia en Bruselas dirigida a inversores de primera línea, donde dirigentes de la Unión Europea, inversores institucionales y responsables empresariales debatieron acerca de las ideas contenidas en este cuaderno sobre un accionarioado activo y responsable.

Este cuaderno, disponible ahora en español, constituye un paso importante hacia una mejor comprensión de los principales aspectos relativos a la inversión socialmente responsable. Aquí encontrará las herramientas necesarias para perfilarse como “inversor activo”. Como podrá comprobar no existe una receta única para diseñar la estrategia a la hora de abordar aspectos culturales, de negocio o regulatorios específicos que comporta toda inversión. Los inversores pueden leer este cuaderno en profundidad o centrándose en aquellos aspectos más relevantes para su contexto particular.

Eurosif y Forética comparten una visión común a la hora de promocionar políticas de inversión ética y socialmente responsables y este cuaderno juega un papel clave en la promoción de un accionarioado responsable. Es nuestro deseo que este Cuaderno sea el primero de los muchos pasos hacia el debate y la generación de ideas en la comunidad inversora en España encaminados al desarrollo de políticas activas de activismo accionarioal.

MATT CHRISTENSEN
Eurosif Executive Director
Enero 2007

1. INTRODUCCIÓN	11
2. EL ACTIVISMO ACCIONARIAL – ASPECTOS GENERALES	13
1. ¿QUÉ ES EL ACTIVISMO ACCIONARIAL?	13
2. ¿EN QUÉ CONSISTE EL ACTIVISMO ACCIONARIAL?	15
3. LA CRECIENTE RELEVANCIA DEL ACTIVISMO ACCIONARIAL PARA LOS INVERSORES	23
1. UN NUEVO PLANTEAMIENTO PARA LAS OBLIGACIONES FIDUCIARIAS	23
2. EL ESTÍMULO DEL CAMBIO EN LA LEY Y EN LOS CÓDIGOS DE INVERSIÓN.....	25
3. LA RELACIÓN ENTRE LOS INVERSORES Y LAS EMPRESAS: EL AUGE DEL GOBIERNO CORPORATIVO	26
4. UN NUEVO ENTORNO SOBRE EL QUE ACTUAR	31
4. EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS: CULTURAS E IMPEDIMENTOS	33
1. LA DEMOCRACIA ACCIONARIAL	34
2. IMPEDIMENTOS AL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS	38
3. EL PAPEL ACTUAL DE LA UE EN LA EVOLUCIÓN DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS	41
5. UNA MIRADA AL PRESENTE Y AL FUTURO	43
1. LOS ACCIONISTAS ACTIVISTAS EN LA ACTUALIDAD	43
2. ÉNFASIS DE LAS ACTUACIONES MEDIOAMBIENTALES, ÉTICAS Y SOCIALES (SEM)	45
3. FUTURAS TENDENCIAS.....	48
6. PÁGINA-RESUMEN DEL ACTIVISMO ACCIONARIAL	51

1. Introducción

En junio del 2005, Eurosif reunió a diez de los fondos de pensiones más importantes para debatir la situación del activismo accionario en Europa. Todos los participantes destacaron el activismo accionario como un valor fundamental.

En esta reunión se debatieron algunos temas importantes:

- Los inversores institucionales, como son los fondos de pensiones, están experimentando ciertos cambios: nuevos planteamientos con relación a las obligaciones fiduciarias que les están proporcionando más herramientas de mejora de los rendimientos de las inversiones, lo que incluye una creciente práctica y un mayor interés por el activismo accionario.
- Se expresaron diferentes opiniones para definir el activismo accionario y su alcance; sin embargo, sí hubo consenso en cuanto a que las obligaciones fiduciarias exigían que los inversores mejoraran el manejo de sus carteras de activos, sobre todo a través del ejercicio de los derechos de los accionistas (p. ej. el derecho a voto y el derecho a voz).
- Mientras que antes los gestores de fondos de pensiones tendían a centrarse en el gobierno corporativo, ahora extienden sus acciones para incluir también criterios sociales y medioambientales como elementos extrafinancieros de relevancia.
- Hasta hace bien poco, el activismo accionario era una práctica básicamente nacional; sin embargo, el creciente interés por los valores internacionales ha motivado que los accionistas hayan empezado a considerar el deber de llevar a cabo un activismo accionario más allá de sus fronteras nacionales.
- El activismo accionario en Europa se está desarrollando muy rápidamente; su marco legal cambia constantemente, en gran parte gracias a los esfuerzos de la Unión Europea. Con todo, los accionistas muestran preocupación al observar que en la actualidad los marcos y las prácticas de gobierno difieren entre un país y otro, provocando unas divergencias

que, a las buenas, complican un poco el activismo accionario a través de las fronteras y, a las malas, prohíben totalmente a los accionistas extranjeros ejercer sus derechos.

- La colaboración entre los inversores puede resultar útil, pues al crear influencias permite encontrar aliados en aquellos países en los que se tengan pequeñas carteras de valores o se esté menos familiarizado con las empresas nacionales.

Hay que tener en cuenta que, aunque nos gustaría, este manual no pretende detallar la situación individual de cada país europeo: se trata de un marco que está en constante movimiento y que además contiene demasiadas variables. Mientras que algunos aspectos vienen definidos y formulados a escala nacional, muchos otros mantienen su responsabilidad como empresas individuales: un nivel de especificidad este que escapa al alcance del presente documento.

No obstante, esperamos poder orientar y guiar a los inversores institucionales que se mueven en este escenario internacional, sin olvidar que el terreno de juego está en constante cambio.

2. El activismo accionarial – Aspectos generales

Antes de analizar la situación de la práctica del activismo accionarial en Europa, daremos un breve repaso a los aspectos fundamentales de este movimiento.

2.1. ¿QUÉ ES EL ACTIVISMO ACCIONARIAL?

El activismo accionarial engloba todos los pasos que deben dar los accionistas cuando poseen acciones en una empresa, no cuando las compran o las venden.

El concepto se basa en tres pilares fundamentales:

- La búsqueda de rentabilidad a largo plazo.
- La influencia a largo plazo de otros factores extrafinancieros, como son los aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (MSGC).
- El ejercicio de los derechos de los accionistas, como por ejemplo el derecho de voto y el derecho de voz.

Mientras que las definiciones y las políticas del activismo accionarial varían mucho entre sí, en términos generales podría decirse que, a largo plazo, los accionistas ejercitan sus derechos con el fin de controlar, y a veces influir, en cómo gestionan los aspectos MSGC las empresas en las que han invertido.

En los aspectos MSGC se incluyen una serie de dimensiones de la actividad de una empresa que no aparecen en su balance de situación, pero que sin embargo pueden tener un impacto significativo en las operaciones y actuaciones fundamentales de la empresa. Estos elementos extrafinancieros pueden encontrarse en la relación que la empresa tiene con los accionistas y los grupos de interés. En la nota explicativa de la página siguiente algunos lectores encontrarán respuesta al porqué y al cómo influyen los aspectos MSGC en los negocios y en los inversores.



LA IMPORTANCIA DE LOS ASPECTOS MSGC EN EL CONTEXTO DEL ACTIVISMO ACCIONARIAL

Son muchos los inversores que se preocupan por los aspectos del gobierno corporativo, pero a la vez hay un porcentaje cada vez mayor de inversores que empieza a tener en cuenta también los aspectos sociales, medioambientales y éticos al gestionar sus carteras. Como estos dos grupos de accionistas son cada vez más activistas (y por tanto importantes), sus intereses individuales empiezan a fusionarse bajo un mismo prisma: la actuación medioambiental, social y de gobierno corporativo (MSGC).

Desde el punto de vista de la empresa, esta actuación persigue minimizar los riesgos y mejorar la rentabilidad teniendo en cuenta los siguientes factores:

- 1) Los recientes y sonados escándalos han puesto de relieve la necesidad de contar con unos sistemas adecuados de gobierno y de gestión de los riesgos.
- 2) El creciente cuerpo de normas MSGC, como la limpieza del lugar y el intercambio de carbono, constituye una nueva forma de responsabilidad o de riesgo para las empresas.
- 3) El riesgo de dañar la reputación y la conciencia de los consumidores está aumentando para las empresas y los inversores que no cumplen algunos requisitos consensuados (por ejemplo, no hacer uso de trabajos de explotación).
- 4) La innovación en el terreno medioambiental y social ha demostrado ser un excelente impulsor del crecimiento empresarial, lo que en parte se debe a las nuevas exigencias de los consumidores.

2.2. ¿EN QUÉ CONSISTE EL ACTIVISMO ACCIONARIAL?

En términos generales, en el funcionamiento del activismo accionarial entran en juego cuatro componentes:

- Las **políticas** y los **procesos** definen el propósito del inversor como accionista activista y el alcance de sus actividades.
- La **investigación** y el **análisis** permiten obtener un mejor conocimiento acerca del impacto de los criterios MSGC en las empresas.¹
- Las **actividades** incluyen el ejercicio de los derechos de los accionistas como parte de la interacción entre una empresa y sus inversores, sobre todo a través de reuniones, cartas, la participación en las Juntas Generales Anuales y el voto.
- Los **impactos** del activismo accionarial pueden incluir cambios en la conducta de la empresa con respecto a los criterios MSGC y decisiones fundamentales relativas a la inversión (mantener o vender).

El activismo accionarial puede considerarse como una parte integral de una gestión de fondos más amplia o como una práctica independiente. Como se ha sugerido anteriormente, el activismo accionarial incumbe específicamente a la cartera activa de valores y, por tanto, no tiene que vincularse necesariamente a decisiones de compra o venta.²

Políticas y Procesos

La política y el proceso son las herramientas propias de gobierno de los inversores:

- La política justifica la decisión de convertirse en accionistas activistas.
- El proceso define la forma en que la política se lleva a la práctica.

¹ La información es un tema delicado pues está claro que no trazarse a partir de otros componentes del activismo accionarial, y mucho menos a partir de otros procesos y objetivos de inversión.

² En cuyo caso el servicio real suele ser de «recubrimiento».

Las **políticas** las crean una serie de actores entre los que se incluyen: organismos internacionales (como OCDE o RIGC³), inversores internacionales como son los fondos de pensiones, y los gestores de fondos u otros proveedores de servicios. Independientemente de quién las cree, se tendrán que (re)considerar todas las referencias políticas a la luz de los distintos tipos de empresas y de las situaciones nacionales existentes.

Las políticas pueden:

- destacar los principales motores como son el valor de los accionistas o el deseo de reflejar otras responsabilidades o valores;
- definir los aspectos concretos a los que se dirigirá el activismo accionarial, como son el cambio climático o la remuneración ejecutiva;
- determinar el alcance de las actividades (el ejercicio de los derechos de los accionistas, el uso de los proveedores de servicios, el ámbito geográfico).

Los **procesos** son el siguiente paso. Los procesos detallan la forma en que las políticas se llevan a la práctica de forma interna. Aquí podría hablarse de establecer las prioridades, destinar los recursos, etc.

Investigación y Análisis

La investigación constituye la búsqueda del material fundamental para conocer mejor las distintas facetas de una empresa, desde información general hasta aspectos de índole MSGC.

Está claro que la investigación entra en juego *antes* de que una persona se convierta en accionista activista, pues uno de los objetivos principales es facilitar las decisiones previas a la inversión. Con todo, una vez se han adquirido acciones en una empresa, la investigación sigue desarrollando un papel fundamental en las interacciones entre los inversores y las empresas;

³ La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (www.oecd.org) y la Red Internacional de Gobierno Corporativo (www.icgn.org).

las propias interacciones pueden funcionar incluso como fuentes de información clave.⁴

Fuera de la interacción inversor-empresa, los inversores también pueden obtener información a través de la investigación interna y externa. Los canales más comunes de transferencia de información incluyen: analistas internos, agencias de calificación y agentes financieros.

Actividades – La Expresión de los Derechos de los Accionistas

Una vez fijados los procesos y las políticas y se pueda disponer de la investigación, se harán evidentes las actividades más convenientes para el inversor. Las actividades, en gran parte, son la expresión de los derechos de los accionistas.



VARIAS POSICIONES SOBRE EL PROPÓSITO DE ACCIÓN

Hay que tener en cuenta que los accionistas activistas tienen diferentes fórmulas para acotar su comportamiento MSGC: algunos inversores se centran en el papel que el activismo accionarial tiene para el análisis, mientras que otros buscan influir activamente en las empresas. Por otra parte, el matiz para distinguir entre una actividad en beneficio del análisis y otra para influir en las empresas puede tener poco fundamento. La mayoría de los inversores están de acuerdo en que ejercer el derecho de voto —un elemento esencial en el activismo accionarial— ya constituye un buen pistoletazo de salida.

⁴ Como se ha mencionado anteriormente, los inversores pueden interactuar con las empresas con el único propósito de recibir información con relación al comportamiento MSGC.

Actividades Comunes del Activismo Accionarioal

El voto

El derecho de voto es una parte importante del activismo accionarioal. Cada empresa⁵ concede a los accionistas ciertos derechos de voto, que después usarán para recibir información o para transmitir mensajes con relación a los aspectos MSGC. Los accionistas pueden controlar un gran número de decisiones clave⁶, como la elección de los miembros de un consejo o la aprobación de las cuentas. Estas decisiones se comunican mediante votos en las Juntas Generales Anuales. Lo interesante aquí es que, a veces, los accionistas se sirven de la abstención para hacer llegar sus mensajes a los gestores, lo que puede considerarse como una forma «educada» de mostrar su desacuerdo⁷.

El diálogo con los gestores

La interacción entre los inversores y las empresas también puede producirse a través del diálogo. De hecho, los inversores pueden llegar más lejos si justifican o anuncian su intención de voto con anterioridad a la junta en reuniones o mediante cartas. De esta forma las empresas conocen lo que los grupos de interés piensan de ellas (tanto si es positivo como negativo) antes de la propia convocatoria de la junta. Aparte del propio contexto de las Juntas Generales, los inversores también pueden intercambiar cartas o reunirse con los gestores. En función de la política individual de cada uno, puede que sus intenciones sean compartir periódicamente sus opiniones e impresiones, plantear sus preocupa-

⁵ Salvo pocas excepciones, como Porsche AG, un caso famoso en el que se estima que la familia fundadora controla todos los derechos de voto y aún así sólo posee el 50% del capital social (debido a la existencia de dos tipos de acciones: con voto y sin voto).

⁶ En distintos niveles en función del país, según la definición nacional de los derechos de los accionistas.

⁷ La abstención difiere mucho de la no participación en el voto. Lo segundo equivale a dar a la dirección un poder libre, mientras que la abstención significa distintas cosas según el país: por ejemplo, en Francia, los votos en abstención no cuentan, mientras que en Suecia la abstención está prohibida.

ciones, solicitar determinada información, pedir asesoramiento o intervenir para pedir un cambio en el comportamiento corporativo.

Las comunicaciones externas

En circunstancias excepcionales, cuando las empresas se desmarcan de manera considerable de las opiniones de los inversores, esto puede hacerse público a través de anuncios en prensa, por ejemplo. Debe resaltarse aquí que ésta es sólo una solución en último recurso, pues conlleva un efecto potencialmente negativo tanto para las empresas como para los inversores.

Decisiones de los accionistas

Cuando todo lo demás fracasa, los inversores pueden hacer llegar sus propias decisiones o solicitar la convocatoria de una Junta General Extraordinaria. Actualmente esta práctica es, a la vez de poco frecuente, muy polémica en Europa. Sin embargo, el crecimiento del activismo accionarial —reforzado por ejemplos prácticos en los Estados Unidos— está haciendo que esta costumbre sea más común entre los inversores.

Comunicación con las autoridades reguladoras

Hay que tener en cuenta que, en un terreno más amplio, algunos inversores pueden considerar que en el activismo accionarial debe entrar a formar parte la interacción con las autoridades. Un buen ejemplo de esto lo vemos cuando la legislación nacional, la regulación del mercado de valores o las prácticas empresariales (por sector o por país) aplican sus propias políticas de activismo accionarial a riesgo. La comunicación con las autoridades reguladoras suele establecerse mediante carta.

Colaboración, Coaliciones y contacto con otros inversores

Los accionistas ahora suelen buscar el asesoramiento de personas con ideas afines con el fin de afianzar su mensaje o de tratar los posibles problemas. La colaboración permite a los inversores unir sus fuerzas, ser más eficientes y agudizar sus opiniones y mensajes. Las empresas, por su parte, también pueden apreciar la colaboración, ya que les es más fácil digerir y reaccionar a los mensajes procedentes de un grupo de inversores. La colaboración es un aspecto clave de la actividad transfronteriza para los inversores ya que crea una influencia internacional y permite mejorar el acceso a las empresas en los países extranjeros.⁸

RESULTADOS

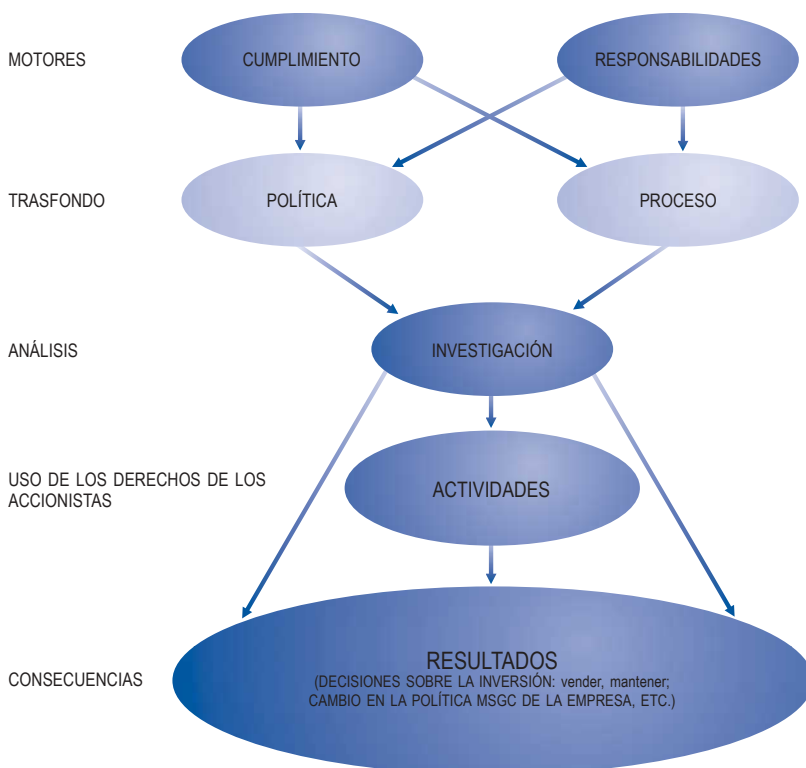
En última instancia, el activismo accionarial se evaluará por sus resultados. Desde el punto de vista de la rentabilidad, la investigación y las actividades informarán al inversor acerca del cumplimiento de los criterios MSGC de una empresa. Si este comportamiento no es satisfactorio, el inversor intentará influir en la empresa a través de otras actividades. Llegados a este momento, los resultados pueden ser:

- Cambios en el comportamiento de la empresa que reflejen la opinión del inversor en cuanto al cumplimiento de los criterios MSGC.
- Considerar si se mantienen las acciones de la empresa o se venden.

Es importante recordar que ninguna de estas cosas se da por sí sola sin la presencia de otros factores decisivos de cara a la inversión, como son el rendimiento financiero de la empresa, las decisiones estratégicas o las obligaciones del inversor exigiendo desinversiones.

⁸ La colaboración entre los inversores sigue siendo una zona gris en términos legales. Surgen preguntas con respecto al impacto de las reglas para las partes, lo que normalmente limita la interacción de los inversores, intentando desvincular a los inversores de manipular el precio de las acciones o de negociar el control de las empresas. En este sentido los inversores de la UE están exigiendo más claridad.

En el gráfico siguiente se resume la vista dinámica del activismo accionarial. Cada componente ayuda a dar forma al siguiente paso.



Fuente: Eurosif.

FIGURA 1. Vista Dinámica del Activismo Accionarial.

Como se aprecia en el gráfico, el activismo accionarial exige unos determinados pasos para ser efectivo. Para que un accionista activista tenga éxito, debe confiar en una política y en unos procesos que den forma al resultado deseado, lo cual suele derivar en el cumplimiento, por un lado, de los criterios MSGC y, por otro, de los beneficios económicos. Como ya se ha comentado anteriormente, los inversores pueden elegir entre una gran variedad de actividades para conseguir sus objetivos. Se ha intentado destacar las opciones disponibles, pero siempre teniendo en cuenta que deberá ser el

inversor el que decida sobre el terreno aquella que sea más adecuada para conseguir los resultados deseados.

En el siguiente capítulo se tratará la relevancia del activismo accionarial con el objetivo de que los lectores entiendan por qué cada vez es más conveniente que los inversores se detengan en primer lugar en el proceso para desarrollar estrategias sólidas de activismo accionarial.

3. La creciente relevancia del activismo accionarial para los inversores

En una época de escándalos financieros, de creciente convicción sobre el cambio climático y de preocupación sobre el futuro de las obligaciones de las pensiones, el activismo accionarial se asienta como una forma de minimizar el riesgo a la vez que mejora potencialmente los rendimientos en general, hecho particularmente cierto para el caso de los fondos de pensiones.

Diversas tendencias económicas y sociales están generando un contexto favorable para el activismo accionarial. Más allá de la influencia de los criterios MSGC sobre la rentabilidad a largo plazo, la historia demuestra una mayor intención por parte de los inversores de buscar nuevas formas para crear valores. Como consecuencia, en parte, nos encontramos con que la relación entre los inversores y las empresas también está cambiando, favoreciendo igualmente el activismo accionarial.

3.1. UN NUEVO PLANTEAMIENTO PARA LAS OBLIGACIONES FIDUCIARIAS

Las normas que regulan la inversión en fondos de pensiones han sufrido una serie de cambios en Europa: mientras que las leyes nacionales han tendido históricamente a imponer fuertes restricciones cuantitativas sobre la asignación de activos (como por ejemplo en la inversión en el extranjero y/o la inversión en capital social), las reformas políticas por toda Europa están acercándose a una mayor liberalización de las normas de inversión bajo el principio general de «las reglas de la persona prudente» (como se ha confirmado recientemente

en la Directiva Europea IORP de 2003).⁹ Los fondos así regulados ofrecen mayor libertad de elección al diseñar las políticas de inversión, incluyendo la inversión en capital privado y en productos financieros derivados. A medida que la asignación de activos en fondos de pensiones es cada vez menos adversa a los riesgos, las responsabilidades por descuidos recaen cada vez más sobre los hombros de los gobiernos y sobre los depositarios de los fondos de pensiones en particular.

Este cambio ha contribuido al debate acerca de las consecuencias para las obligaciones fiduciarias. Los titulares líderes de activos han empezado a expandir la definición de incluir riesgos materiales no financieros. En algunos casos, estas ideas han recibido un gran apoyo por parte de los sindicatos y de los depositarios del lado de los trabajadores. Algunos inversores, como el FRR (véase la nota explicativa más abajo) han llegado hasta incluso considerar como parte de su misión como fondo de pensiones contar con políticas de inversión que sean



DEFINICIÓN DE LAS OBLIGACIONES POR PARTE DEL FRR

El fondo de reservas francés (FRR) es un ejemplo de política ISR: la función del FRR es invertir, en nombre de las personas, las cantidades que los políticos les han autorizado utilizar para ayudar a financiar el plan general del seguro de vejez así como otros planes afiliados a partir del 2020. La política de inversión del FRR tiene, por tanto, un doble objetivo: por un lado, buscar maximizar los rendimientos a largo plazo y con las mejores condiciones posibles de garantía; por otro, su política de inversión debe ser coherente con determinados valores compartidos que promuevan el desarrollo sostenible desde una perspectiva económica, social y medioambiental.

Fuente: Fonds de Réserve des Retraites.

⁹ Una innovadora Directiva europea sobre sistemas de pensiones laborales que establece muchas normas para los fondos de pensiones europeos.

coherentes con el desarrollo sostenible. El estudio publicado en el año 2005 por UNEP FI y Freshfields sugiere que el cumplimiento de criterios MSGC es coherente con las obligaciones fiduciarias cuando tenga repercusiones sobre la rentabilidad, y sobre es todo es importante cuando haya consenso para hacerlo por parte de los participantes / miembros / grupos de interés.¹⁰

3.2. EL ESTÍMULO DEL CAMBIO EN LA LEY Y EN LOS CÓDIGOS DE INVERSIÓN

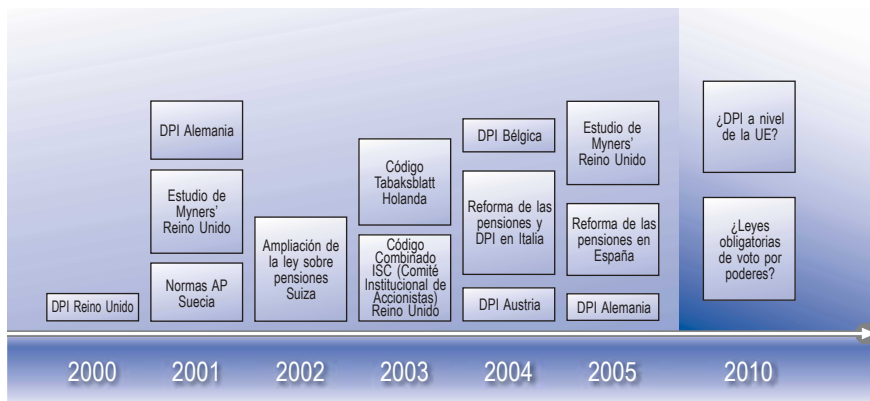
Las leyes nacionales han empezado a animar a los inversores para que tengan en cuenta los criterios MSGC, sobre todo en las reformas de las pensiones. Por poner un ejemplo, cada vez hay una mayor exigencia general para que los fondos de pensiones revelen si pueden, y de qué manera, tener en cuenta riesgos extrafinancieros en el contexto tanto de las normas relativas a la DPI¹¹ como de sus propias políticas de inversión. Sólo en los últimos cinco años, más de seis países han aprobado normativas exigiendo que los fondos revelen cómo gestionan sus riesgos sociales, éticos y medioambientales (véase la Figura 2).

Con la vista puesta en el futuro, uno puede percibir las tendencias ya pronosticadas por el estudio de Myners en el Reino Unido (2001) y el Código Tabaksblatt en Holanda (2003), que incitan a los inversores institucionales a convertirse en accionistas activistas¹² y, por tanto, les anima a poner la mirada en el valor a largo plazo de sus inversiones.

¹⁰ UNEP FI, Freshfields, Bruckhaus, Deringer: un marco legal para la integración de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en la inversión institucional. Octubre 2005.

¹¹ La Declaración de los Principios de Inversión (DPI) ha sido la forma más común de regular los criterios sociales, éticos y medioambientales (SEM) en los últimos cinco años, exigiendo una respuesta acerca de si los fondos de pensiones incorporan, y de qué manera, los criterios SEM.

¹² Algunos también consideran que estas normas sitúan una responsabilidad en los inversores con relación a las empresas en las que han invertido.



Fuente: Eurosif.

FIGURA 2. *Leyes y Códigos que Estimulan el Activismo Accionario en Europa*

3.3. LA RELACIÓN ENTRE LOS INVERSORES Y LAS EMPRESAS: EL AUGE DEL GOBIERNO CORPORATIVO

El gobierno corporativo aclara muchos aspectos de las funciones y las responsabilidades de las empresas, consejos y accionistas.

El gobierno sugiere controles y balances, así como una gestión proactiva del riesgo. A este respecto, el activismo accionario se verá favorecido por unas buenas normas de gobierno corporativo. Hasta hace poco en algunos países estas normas no siempre han sido efectivas. Podría decirse que no eran necesarias porque el papel que tenían los mercados de valores para dirigir la economía era limitado. Afortunadamente la situación ha ido cambiando desde los años noventa, sobre todo gracias a la mayor presencia de inversores institucionales extranjeros en el capital de las empresas. Como consecuencia se han generado marcos de gobierno más claros a través de las normas internacionales y de los códigos de buena práctica.

Modelos históricos de gobierno

Es comprensible que a lo largo del tiempo hayan surgido distintas culturas de capitalismo en Europa. Puesto que cada evolución independiente ha ido incluyendo la posición de los accionistas en la economía, ahora somos testigos de un amplio espectro de derechos para los accionistas a nivel internacional. La literatura en este sentido se declina por dos modelos de capitalismo: el Modelo Propio y el Modelo Externo, los cuales se van a describir a continuación.

MODELO EXTERNO (P.EJ. REINO UNIDO)	MODELO PROPIO (P.EJ. HOLANDA)
CULTURA DE MERCADO	CULTURA DE CONSENSO
ORIENTADO AL MERCADO	ORIENTADO A LA RED
DEPENDENCIA RELATIVAMENTE MAYOR DEL CAPITAL PROPIO	DEPENDENCIA RELATIVAMENTE MAYOR DEL CAPITAL AJENO
MERCADO BURSÁTIL RELATIVAMENTE GRANDE	MERCADO BURSÁTIL RELATIVAMENTE PEQUEÑO
INFLUENCIA RELATIVAMENTE MENOR DE CONTROL DE LOS ACCIONISTAS	INFLUENCIA RELATIVAMENTE MAYOR DE CONTROL DE LOS ACCIONISTAS

Fuente: Weil, Gotshal & Manges (2002), *Eurosif*.

FIGURA 3. *Dos Modelos Típicos de Culturas Capitalistas.*

También es importante tener en cuenta la variación en la representación de los trabajadores para entender la dinámica de estos modelos (véase la nota explicativa).

En Europa, el Reino Unido es un claro ejemplo del «Modelo Externo», mientras que el «Modelo Propio» suele reflejar la situación de los países europeos continentales, como Holanda o Alemania; sin embargo, para la mayoría de los países europeos, la realidad no es tan clara y, a medida que pasa el tiempo, parece que el «Modelo Externo» va ganando terreno.

El cambio de poder: de las empresas a los accionistas

La globalización está guiando la evolución de la relación empresa-inversor. Los inversores invierten más en el extranjero (Figura 4) y las empresas depen-



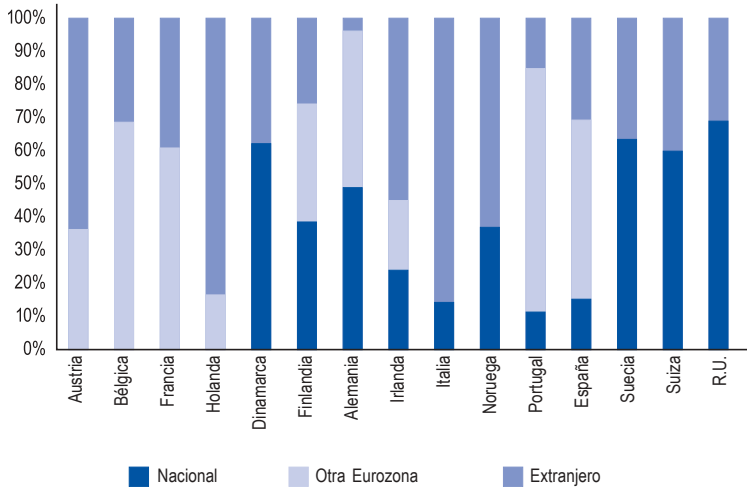
LA VOZ DE LOS TRABAJADORES EN EL GOBIERNO CORPORATIVO

No hay que olvidar el impacto de las relaciones industriales en los derechos de los accionistas. Los países europeos continentales otorgan un gran valor a la participación de los accionistas (los trabajadores) en las decisiones económicas. A modo de ejemplo, en algunos casos el derecho de representación de los trabajadores actúa a nivel del consejo, influyendo en las deliberaciones básicas del gobierno corporativo. Mientras que la representación a nivel del consejo pretende mejorar aparentemente la comunicación directa entre el presidente del consejo de administración, el consejo y los trabajadores, también intenta implicar a los trabajadores o al trabajo en la supervisión de la empresa. El sistema alemán de codeterminación es un ejemplo clásico de esto. Si estas normativas se establecen por ley, los accionistas tendrán que aprender a manejarlas.¹³

den más de los accionistas, sobre todo de las instituciones extranjeras (Figura 5) para financiar su crecimiento. En términos económicos cada vez son más países los que están desviándose hacia el «Modelo Externo», aun cuando las culturas no evolucionen tan rápido. En definitiva, el gobierno corporativo está experimentando en la actualidad cambios fundamentales.

Los escándalos financieros de los últimos cinco años también se han manifestado como una fuerte voz política reclamando normas de gobierno más sólidas.

¹³ Para mayor información sobre la materia, véase «*Worker's voice in Corporate Governance, A trade union perspective*». TuAC. Julio 2005.



Fuente: Mercer Investment Consulting.

FIGURA 4. Internacionalización de las Inversiones de los Fondos de Pensiones.

El creciente liderazgo del Gobierno Corporativo

Cada vez es más frecuente crear y revisar los códigos de gobierno corporativo que definen las normas de buena práctica con el objeto de hacerlos más sólidos. La OCDE ha puesto mucho empeño en fomentar y orientar el desarrollo de los códigos. Teniendo sus propias pautas desde 1999, revisadas posteriormente en el 2004, se ha volcado para que estos códigos traten aspectos tales como:

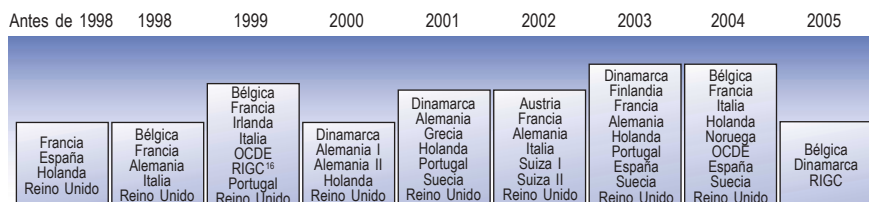
- los derechos de los accionistas y las funciones clave del accionariado,
- el tratamiento equitativo de los accionistas,
- el papel de los grupos de interés en el gobierno corporativo,
- la facilidad de información y la transparencia,
- las responsabilidades del Consejo.¹⁴

¹⁴ En términos más prácticos, los códigos pueden incluir aspectos tales como: la distinción entre las funciones de supervisión y de gestión; la independencia de las funciones de supervisión; la separación del papel del presidente y del presidente del consejo de administración y la importancia de crear unos comités para la auditoría, remuneración y nominación dentro del consejo.

Las pautas de la OCDE están disponibles en la página web: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

Por su parte, la Comisión Europea muestra mucho interés en fomentar la convergencia de la práctica, pero a la vez es reticente para proponer un Código Europeo de Gobierno Corporativo ya que no cree en un modelo que encaje bien a todos. La CE ha publicado unas recomendaciones sobre los aspectos en los que considera que deben mejorarse las prácticas y sobre los cuales deben aplicarse métodos más responsables por parte de las empresas. Estas recomendaciones se refieren, por ejemplo, a la remuneración de los miembros del consejo o a la importancia de los directores no ejecutivos. La CE también da cabida a un foro de expertos de alto nivel a modo de asesoramiento sobre medidas más avanzadas.

Como se ilustra en la Figura 6, las recientes evoluciones producidas en los países, como en el caso de Bélgica, ponen de relieve la prevalencia y el desarrollo de los códigos de gobierno corporativo (CG). La evolución es constante, y en el caso de Francia por ejemplo, estas pautas de GC se han publicado en seis ocasiones en tan sólo siete años.¹⁵ A pesar de su valor para el activismo accionarial, no todos los códigos de gobierno corporativo tienen el mismo impacto o la misma calidad. No todos han incluido a los grupos de interés del mercado (empresas, inversores, autoridades reguladoras, grupos de interés) en su definición y, en consecuencia, han tenido una mayor o menor acogida por parte del mercado.



Fuentes: Deutsche Bank Corporate Governance Research, Eurosif.

FIGURA 6. La Reciente Oleada de Códigos de Gobierno Corporativo en Europa

¹⁵ El Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (IEGC) recoge una lista de códigos de gobierno corporativo. Véase la página web: <http://www.ecgi.org/codes/index.php>.

¹⁶ Red Internacional de Gobierno Corporativo.

3.4. UN NUEVO ENTORNO SOBRE EL QUE ACTUAR

Una definición más clara de los roles, de los derechos y de la responsabilidad será de utilidad para los accionistas. A consecuencia de la emergencia de nuevos códigos, los consejos están esforzándose por mejorar su responsabilidad de cara a los accionistas, asignando responsabilidades o creando comités que vigilen áreas como la remuneración, la auditoría o incluso riesgos concretos como el cambio climático.¹⁷

La emergencia de normas de gobierno más sólidas crea un nuevo entorno sobre el que pueden actuar los inversores. Este nuevo entorno, además, anima a los inversores a hacer un mejor uso de sus derechos, a mirar hacia el futuro a largo plazo y a convertirse en accionistas activistas.

Por supuesto, aún siguen quedando cuestiones por resolver. En algunas áreas —como por ejemplo cuándo intentar hacer uso del derecho de voto— los accionistas, en algunos países, aún encuentran trabas a este activismo. El siguiente capítulo versa sobre estos impedimentos y sobre el trabajo que está desarrollando la UE para mejorar esta situación.

¹⁷ Véase nota explicativa en el apartado 5.2 de este manual.

4. El ejercicio de los derechos de los accionistas: culturas e impedimentos

En el capítulo anterior se trataba la creciente relevancia del activismo accionarial; el presente capítulo se centrará específicamente en los aspectos europeos transfronterizos. Los inversores con cartera internacional de valores por toda Europa deben considerar y desarrollar sus estrategias de titularidad con prudencia, puesto que se toparán con condiciones varias, y a menudo impedimentos, en la aplicación de sus políticas.

De hecho no puede hablarse de la misma democracia accionarial en Europa, al igual que el papel y los derechos de los accionistas suelen ser divergentes entre las fronteras. En muchos casos, ser un accionista extranjero puede ser un grave impedimento para el activismo accionarial. No obstante, debe tenerse en cuenta que en este momento la UE está en proceso de mejorar los derechos de los accionistas. A medio plazo, esto tendrá importantes consecuencias de cara al cambio del contexto en el que actúan los accionistas.

Habría que destacar aquí que los impedimentos para votar en la Juntas Anuales Generales —como se verá más adelante— afectan en general al activismo accionarial. Puesto que muchos accionistas activistas inician sus actividades con el voto, tanto desde una base democrática como desde un enfoque de rentabilidad, las leyes no favorecedoras del voto actúan como elemento de disuasión para los inversores de cara a futuras acciones.

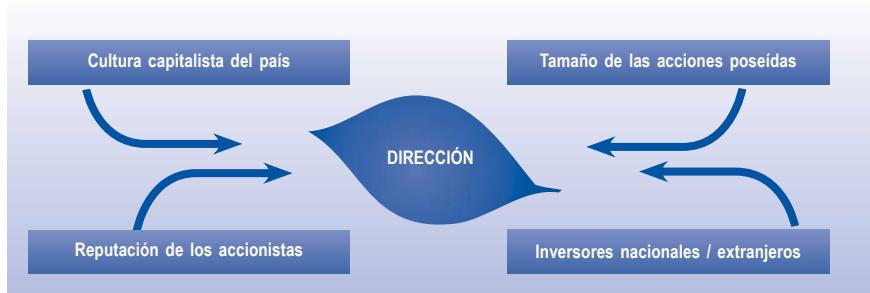
4.1. LA DEMOCRACIA ACCIONARIAL

Los inversores quieren conocer a nivel práctico de qué manera influirán las distintas tradiciones europeas con relación a los accionistas en sus actividades de inversión internacional.

Aspectos Culturales

Entender las sutilezas de la cultura y de los distintos planteamientos es de vital importancia para llevar a la práctica el activismo accionarial en Europa. Las conductas aceptadas de los accionistas difieren entre un país y otro, debiéndose este hecho a la distancia que tradicionalmente ha existido entre los accionistas y las empresas.

A modo de ejemplo, en una cultura de consenso (como en el caso del «Modelo Propio», visto en el apartado 3.3) no es muy común que la dirección u otros grupos de interés acepten a los accionistas como una voz independiente. Este hecho es aún más notorio cuando existe un accionista de control o mayoritario —y cuando las relaciones individuales son de mucho peso. En este caso, el lugar más adecuado para el análisis podría ser el club local de élite, mientras que una carta dirigida a la dirección por parte de un accionista —lo que sería totalmente aceptable en otras culturas— podría percibirse como una actitud un tanto deshonesta.



Fuente: Eurosif.

FIGURA 7. Aspectos que Influyen en el Acceso de los Accionistas a la Dirección.

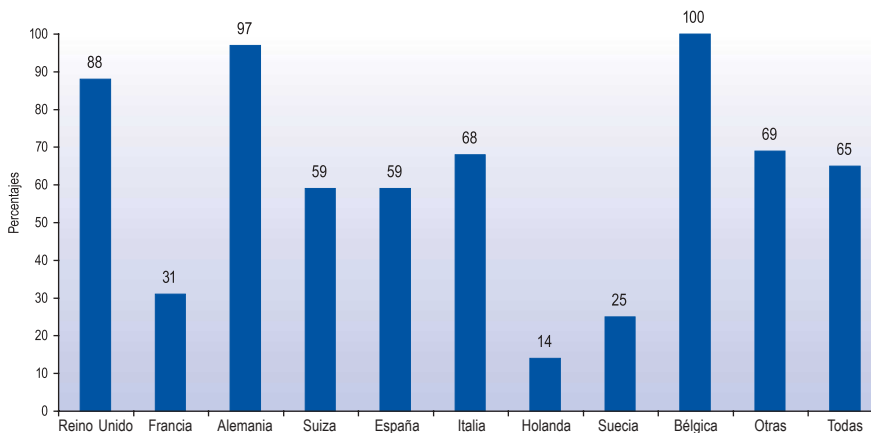
No hay que olvidar que en estas culturas de consenso pierde fuerza el papel de las Juntas Generales Anuales y el del voto debido a que los accionistas y los grupos de interés más influyentes suelen reunirse, plantear sus opiniones y tomar sus decisiones en foros menos públicos.

Excepciones al «Principio de 1 Acción - 1 Voto»

Según lo visto, los accionistas pueden verse desprovistos de su derecho de voto en muchos escenarios. Las limitaciones al derecho de voto suelen poner en desventaja a los accionistas minoristas cuando se enfrentan a medidas de protección anti-OPA o de afianzamiento del control de la dirección. Los accionistas principales también pueden resistirse a ceder el control. En consecuencia, las empresas pueden emitir derechos de voto múltiple, acciones especiales, poner límites a los derechos de voto o fijar otras excepciones a la idea de que cada acción debe estar asociada a un voto («Principio de 1 acción - 1 voto»). En un ejemplo clásico, muchas empresas holandesas emiten acciones prioritarias extraordinarias poseídas al 100% por una fundación con fines especiales con el objeto de proteger los intereses de la empresa y de sus grupos de interés en situaciones de OPAs hostiles.

En la Figura 8 se muestra la propagación de esta práctica por Europa según un estudio de ABI-Deminor de 2004 (sobre el índice FTSE Eurofirst 300). Debe tenerse en cuenta que aquí se refleja tanto la práctica de la empresa como las culturas nacionales y que, por tanto, los lectores deben tomar estas cifras con precaución. En principio, las empresas que más éxito tienen a la hora de aplicar el «Principio de 1 acción – 1 voto» proceden de países como Alemania o Bélgica, aunque a la misma vez son las más proclives a contar con accionistas de control o minoritarios, lo cual hace mitigar el impacto de la democracia accionarial.¹⁸

¹⁸ Para más información, consúltese la página web: http://www.abi.org.uk/BookShop/ResearchReports/DEMIMOR_REPORT.pdf.



Fuente: ABI-Deminor (2004), índice FTSE Eurofirst 300.

FIGURA 8. Empresas que Aplican el «Principio de 1 Acción - 1 Voto» en Europa (%).

El Derecho de Voz

Por las mismas razones, los accionistas minoritarios pueden ver limitada su capacidad de convocar Juntas Generales Extraordinarias así como su derecho de voz.

En Noruega, Dinamarca, Suecia o Finlandia, por ejemplo, todos los accionistas tienen derecho a voz en la Junta General Anual. En otros países, en la mayoría de los casos, se exige que los accionistas posean entre un 5% y un 10% del capital social, salvo en Bélgica, que se exige un 20%.¹⁹ Con todo, en países como Suecia, el derecho de voz no forma parte de la cultura de los accionistas: en este caso, establecer un umbral más bajo es lo más conveniente y no siempre implica un impacto importante.

Decisiones Reservadas a los Accionistas y Representación en el Consejo

El valor del gobierno corporativo como mecanismo de control y el valor de supervisión se perciben de forma diferente, parecen estar menos estructurados,

¹⁹ Fuente: DG de Mercado Interior. Eurosif.

ya que intrínsecamente todos los grupos de interés están próximos entre sí. Los aspectos reservados a los accionistas pueden reflejar claramente las discrepancias en este sentido. Las leyes nacionales o los reglamentos de cotización de cambio impiden a los accionistas votar sobre algunos aspectos clave de gobierno, como por ejemplo:

- Actualmente, la aprobación de las cuentas anuales o de los balances generales no se somete a voto ni en Austria ni en España.²⁰
- Actualmente, sólo Francia y el Reino Unido deciden mediante voto la remuneración de los miembros del consejo.
- Los consejeros, algunos de los cuales deben representar a los accionistas, no siempre son elegidos por los propios accionistas a los que tienen que representar. En Noruega no se permite la elección directa de los consejeros; en Italia, por su parte, se pide a los accionistas que aprueben las listas de consejeros en lugar de designarlos ellos. En general, la norma más habitual ha sido la de la autoperpetuación.

Como puede apreciarse, no existe homogeneidad ni en cuanto a los derechos ni sobre el papel de los accionistas. En última instancia, la movida relación entre los inversores y las empresas por toda Europa (véase el apartado 3.3) hace que se fortalezca la democracia accionarial. La Comisión Europea es sensible a este hecho (véase el apartado 4.3), aunque a la misma vez, el movimiento encuentra resistencia desde los estadios superiores y desde otros grupos de interés como son los sindicatos, los cuales pueden tener otras consideraciones u otros puntos de vista sobre el papel de los accionistas en las empresas. Será interesante prestar atención a la evolución política y cultural en este área en los próximos años, pues seguramente indicará un cambio de actitudes en Europa a favor del capitalismo accionarial.

Como se describe en el siguiente apartado, existen otros muchos aspectos prácticos sobre el ejercicio de los derechos (en especial, el derecho de voto) que impiden la actividad de los accionistas.

²⁰ Fuentes: *Deutsche Bank Corporate Governance Research, APCIMS*.

4.2. IMPEDIMENTOS AL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

El voto y la participación en las Juntas Generales Anuales pueden suponer retos muy concretos, sobre todo para los accionistas extranjeros. Las empresas, que quizá no están acostumbradas a contar con un gran número de accionistas —algunos de los cuales no hablarán su mismo idioma— puede que no tengan adaptados a este grupo algunos aspectos prácticos o relativos a la organización de las Juntas Generales o con relación al voto. En este sentido, tal y como se verá en el apartado 4.3, la UE está desarrollando una vez más un papel proactivo para eliminar estas barreras.

*«Las reglas y prácticas para permitir a los inversores ejercer sus derechos de voto se han desarrollado en un contexto nacional, y no facilitan precisamente, e incluso a menudo dificultan, el voto de los accionistas en otras jurisdicciones».*²¹

Estos retos tuvieron su importancia en nuestra reunión celebrada en junio del 2005 con los inversores institucionales más importantes. Entre los aspectos más destacables que resultaron de aquí fueron:

Dificultades para Identificar a los Accionistas Reales

En la práctica general, entre el registro de accionistas de la empresa y el accionista real actúan intermediarios: los depositarios. En el caso de las inversiones internacionales, la cadena de intermediarios puede ser tan larga como dificultoso puede ser para la empresa identificar al accionista verdadero. En este caso, el registro identificará al depositario o a su oficina local como accionista. Aun cuando se sepa quiénes son los inversores, los intermediarios y los depositarios, puede que éstos últimos tengan prohibido por ley votar en nombre de su cliente, como en el caso de Italia.²² A consecuencia de esto a muchos accionistas extranjeros se les impide ejercer sus derechos.

²¹ Estudio «Cross-border voting in Europe», 2002.

²² Fuente: *DG de Mercado Interior*. Eurosif.

Impedimentos al Voto

En algunos mercados con una fuerte cultura nacional, las normas relativas a la divulgación de la información con relación a las Juntas Generales Anuales pueden impedir que los accionistas extranjeros reciban la información a tiempo (y en consecuencia no les permiten tomar sus decisiones convenientemente).

Como regla general, cuando los accionistas están registrados, las comunicaciones o avisos se suelen enviar por correo. En aquellos países donde las acciones al portador son la norma, los avisos se publican en el Boletín Oficial y/o en uno o más periódicos, cuyo acceso, en uno y otro caso, es bastante complicado para los accionistas extranjeros.²³ En un reciente coloquio del gobierno corporativo de AFGE celebrado en París, uno de los participantes reveló que debido al coste del correo (20-30 euros por accionista), las empresas no solían enviar los avisos ni los impresos para el voto a todos los accionistas.

Por otra parte, los intervalos vigentes en los preavisos (desde 8 días en Dinamarca a 1 mes en Alemania) pueden dificultar a los accionistas algunas tareas, como por ejemplo: revisar sus poderes, tomar sus decisiones de voto y transmitir estas decisiones a las personas designadas para realizar este voto.

Bloqueo de Acciones

En algunos casos, en cumplimiento con la reglamentación nacional, los estatutos sociales o incluso por exigencia de los intermediarios, también se puede ordenar a los accionistas que bloqueen sus acciones (es decir, que no las vendan) por un determinado periodo de tiempo con el fin de poder identificar a sus titulares y de concederles el derecho de voto. Muchos accionistas extranjeros creen que esto conlleva demasiados riesgos. En otros sistemas, «las fechas de registro» únicamente dan fe de la titularidad de las acciones en una fecha concreta y acordada, eliminado así la restricción de tener que conservar las acciones.

²³ Fuente: *APCIMS-EASD CORPORATE GOVERNANCE COMMITTEE, SHAREHOLDERS RIGHTS A LEGAL COMPARISON*. Octubre 2002.

Los países de la UE que aún siguen permitiendo o imponiendo el bloqueo de las acciones son: Austria, Bélgica, Grecia, Italia, Portugal, Polonia, Hungría y España, aunque la tendencia está cambiando. Alemania se encuentra ya en fase de transición²⁴ y la UE está considerando una ley que prohíba el bloqueo de acciones.

Falta de Soluciones para la Votación por Poder

Con una gran cartera de inversiones es prácticamente imposible asistir a todas las Juntas Generales Anuales de cualquier parte del mundo. Es por esto por lo que las empresas han desarrollado sistemas que permitan a los accionistas votar *in absentia* enviando por correo o por email un impreso con su elección de voto. Desafortunadamente, en algunos países se desanima a las empresas a hacer uso de esta práctica, siendo difícil el acceso a la votación en estos casos. Por otra parte, en las juntas, los presidentes permiten la votación mediante el «levantamiento de manos», como suele ser su derecho y en algunos países una tradición. De esta forma, las decisiones se desvían hacia los accionistas o los representantes presentes en la sala. Resulta interesante destacar que en Bélgica, para emitir un voto en contra de la dirección de gestión, es obligatorio asistir a la junta.

Una forma de mejorar el acceso al voto por poder, y que está empezando a difundirse ahora, es el voto electrónico. La experiencia indica que el país que más está desarrollando el voto electrónico y por internet es el Reino Unido. Según datos del proveedor de servicios CREST, el porcentaje de personas que utilizaron este servicio para emitir su voto electrónico en el FTSE 100 pasó del 41% al 88% en los años 2003-2004.²⁵ En Holanda el voto electrónico es también muy común durante las Juntas Generales Anuales. En el año 2005, doce grandes empresas holandesas propusieron el acceso gratuito a internet para emitir el voto por poder. En contraste a esto, en las elecciones de Francia del

²⁴ La nueva Ley de Sociedades Anónimas de 2005 propone introducir una fecha de registro 14 días antes de la Junta General. Fuente para el párrafo: *DG de Mercado Interior*. Eurosif.

²⁵ Fuente: *Review of the impediments to voting UK shares*, Paul Myners. Marzo 2005.

2004, sólo 3 de las empresas incluidas en el CAC 40 ofrecieron este servicio a sus accionistas. Por otra parte, aunque no se conocen las cifras para los demás países europeos, seguramente no son muy significativas.

4.3. EL PAPEL ACTUAL DE LA UE EN LA EVOLUCIÓN DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

Dado este contexto, está claro que algunos accionistas muestran su interés por ser más activos en el extranjero. Los esfuerzos de convergencia son cada vez más visibles. Desde el Plan de Acción comunitario sobre la Ley de Modernización de las Sociedades Anónimas (2003), la UE ha fomentado formalmente una mejor práctica de gobierno corporativo. El programa de la Comisión Europea se centraba en dos objetivos principales: (1) mayor transparencia en el funcionamiento de las empresas y (2) mayor poder a los accionistas.

Actualmente, la UE está muy volcada en dar salida a algunos de los principales impedimentos al ejercicio de los derechos de los accionistas a nivel internacional. Los impedimentos descritos en los apartados 4.1 y 4.2 se analizaron en dos procesos de consulta pública de la DG de Mercado Interior²⁶ en el periodo 2004-2005, donde se puso de relieve:

- el derecho de voto del inversor final,
- un periodo mínimo de aviso de la convocatoria de las Juntas Generales Anuales (4 semanas),
- la generalización de los sistemas de fecha de registro,
- la especificación del contenido sobre las Juntas Generales Anuales y la entrega a tiempo del aviso de convocatoria de estas juntas,
- la posibilidad de emitir el voto *in absentia* (incluyendo el voto electrónico),
- la importancia de las comunicaciones con posterioridad a la celebración de las juntas generales.

²⁶ La DG de Mercado Interior se encarga de muchos de los proyectos de gobierno de la Comisión Europea.

Los encuestados en su mayoría estaban a favor de una directiva²⁷ (en oposición a una recomendación) que garantizara el cumplimiento por parte de los Estados Miembro y de las empresas. La DG de Mercado Interior, por su parte, sugirió que una buena opción era establecer impedimentos prácticos. En el momento de publicación de este manual se esperaba que hubiera una propuesta legislativa.

La UE desea incluso ir más allá de simples soluciones prácticas. El Comisario de Mercado Interior, Charles McGreevy, ha mostrado recientemente su apoyo para eliminar el tratamiento discriminatorio de los accionistas mediante la aplicación por todo el territorio comunitario del «Principio de 1 Acción – 1 Voto». Seguir esta dirección tendría una repercusión política, a la que algunos Estados Miembro y empresas se opondrían. Por eso se espera que la Comisión Europea emita una recomendación en lugar de proponer una ley preceptiva, pues ésta parece ser la única vía de éxito de cara al futuro. Los intentos por abolir los derechos de voto múltiple al comienzo de la directiva de OPAs del año pasado no resultaron fructíferos.

En la consecución de sus objetivos, la Comisión Europea se ha esforzado por alcanzar un equilibrio dando más poder a los accionistas a la vez que la dirección sigue contando con suficiente flexibilidad para dirigir las empresas y guiar la actividad diaria. Sin duda estas decisiones políticas son objeto de fuertes debates. Muchas empresas y grupos de interés muestran sus dudas, temiendo perder su posición al adquirir más fuerza los accionistas. Sin embargo, la tendencia general comunitaria sigue siendo la de dar más poder a los accionistas y, en términos generales, ofrecer una mayor transparencia y una mejor definición de las funciones y responsabilidades de los actores en la economía y en los mercados financieros.

²⁷ Una directiva es una ley preceptiva que todos los Estados Miembro deben introducir en sus leyes nacionales, mientras que las recomendaciones favorecen una mejor práctica.

5. Una mirada al presente y al futuro

La descripción que aquí se ofrece no estaría completa sin analizar la situación actual del activismo accionarial y su tendencia de cara al futuro.

5.1. LOS ACCIONISTAS ACTIVISTAS EN LA ACTUALIDAD

A la vista de la gran variedad de derechos de los accionistas que se han presentado en el capítulo anterior, el activismo accionarial plantea un cuadro heterogéneo a nivel europeo. Parece imposible hacer una clasificación de los países por su mayor o menor simpatía por el activismo accionarial.

Más bien nos encontramos con que la penetración del activismo accionarial, según se refleja en la Figura 9 más abajo, nos ofrece una visión más clara tanto de la situación actual como de la tendencia futura de este movimiento. En los

SITUACIÓN DEL ACTIVISMO A NIVEL NACIONAL	PAÍSES
Con una cultura de mercado establecida para los inversores institucionales y muchos gestores de fondos	Irlanda, Reino Unido
Movimiento dirigido por un número limitado (pero poderoso) de activistas	Dinamarca, Holanda, Suecia, Suiza (fondos de pensiones o inversores institucionales)
	Austria, Francia, Alemania, Italia (organizaciones de investigación o gestores de fondos)
	Grecia (inversores institucionales)
Movimiento dirigido por pequeñas asociaciones fuertes de accionistas	Dinamarca, Francia, Alemania, Holanda
Más bien inexistente	Otros países

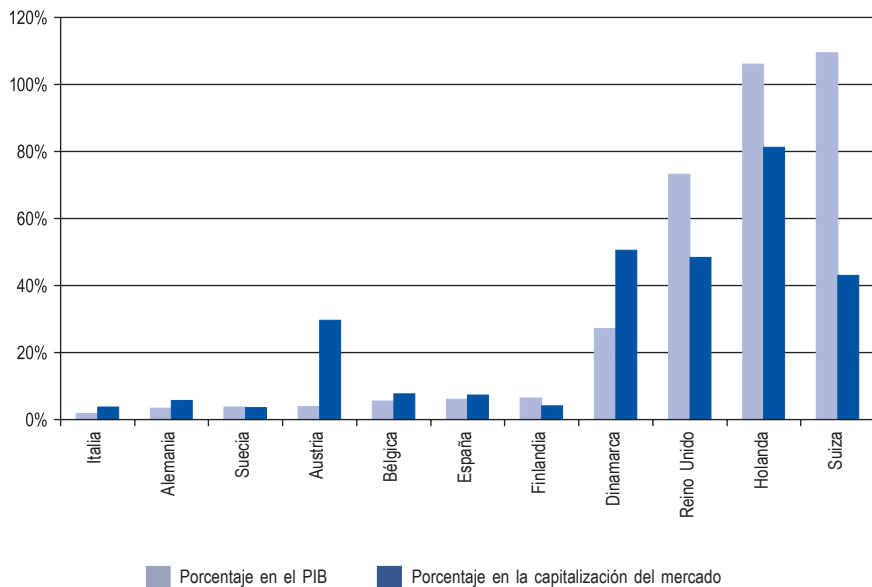
Fuentes: Deutsche Bank Corporate Governance Research, TUAC, Eurosif.

FIGURA 9. Penetración del Activismo Accionarial en Algunos Países Europeos.

países en los que los inversores institucionales o los fondos de pensiones van en cabeza —como es el caso del Reino Unido, Holanda, Dinamarca, Suecia o Suiza— la perspectiva es seguramente la más prometedora.

La experiencia sugiere que las grandes instituciones fiduciarias independientes (como son los fondos de pensiones) están jugando un importante papel en el desarrollo de la cultura de los accionistas. De hecho, tal y como se refleja en la Figura 10 más abajo, es aquí donde fuertes inversores institucionales independientes han demostrado tener mayor influencia en la economía. Esto puede deberse principalmente a tres características fundamentales:

- su tamaño y su poder de inversión,
- sus obligaciones fiduciarias o responsabilidades frente a los beneficiarios,
- su independencia y poca afluencia de conflictos de intereses.



Fuentes: OECD Financial market trends n°87. Octubre 2004.

FIGURA 10. *Influencia de los Fondos de Pensiones en la Economía y en los Mercados Financieros (2001).*

En otros países, el papel principal a veces lo representan los accionistas institucionales extranjeros a medida que van obteniendo mayor peso en las economías de esos países. De hecho, los estudios revelan que los inversores extranjeros han sido un importante grupo de presión a favor de una legislación acorde a las accionistas en algunos mercados, como es el caso de Francia. Además, «los principales actores que promueven el cambio en muchos sistemas de gobierno corporativo son los inversores institucionales y con frecuencia también los inversores institucionales extranjeros».²⁸

La presencia de los accionistas extranjeros no siempre es bien recibida. Sus exigencias tienden a chocar con el equilibrio histórico de fuerzas entre los inversores, las empresas y sus grupos de interés. Suelen percibirse como modelos sociales «rompedores»; pero lo cierto es que a medida que se va reconociendo su papel en las economías, también van adquiriendo más derechos como grupos de interés de estas economías.

5.2. ÉNFASIS DE LAS ACTUACIONES SOCIALES, ÉTICAS Y MEDIOAMBIENTALES (SEM)

Históricamente, el activismo accionarial se ha centrado más en aspectos de gobierno corporativo (GC) —podría decirse que las acciones SEM acaban de incorporarse a la agenda. Hoy en día, el activismo SEM dirige el trabajo de los fondos de pensiones o gestores de fondos más importantes, además de las iniciativas de colaboración. Cada vez son más los inversores que se unen a estos criterios, aceptando los valores SEM como base para el rendimiento de la empresa. Se espera que esta tendencia continúe.

A lo largo de los años, Eurosif ha confiado que los criterios SEM entraran a formar parte de la cultura financiera general. Desde el momento en que los consejos empiezan a considerar las acciones SEM dentro del ámbito de sus responsabilidades, parece que estos aspectos ya no se cuestionan ni reciben

²⁸ Fuente: *TIAA-CREF Institute Paper*. Noviembre 2001.

tanta atención en las Juntas Generales Anuales, y mucho menos el tema de las votaciones. Cuando los consejos no abordan estos aspectos SEM, la tarea de los accionistas activistas se complica, al tener que plantear los temas de **Gobierno Corporativo** con el consejo y las acciones **SEM** con la dirección de gestión.

En este contexto, los accionistas activistas que quieren encontrar argumentos contrarios a la gestión de los aspectos SEM de una empresa, han adoptado el hábito de votar en contra de las cuentas de las empresas como medida de protesta. Más allá de esto, la mayoría de las cuestiones se debatirán entre la dirección y los inversores, permaneciendo ajenas a la opinión general.

Con todo, se sigue debatiendo si las acciones sociales y medioambientales deben tratarse con los accionistas, aspecto este en el que la opinión europea no es homogénea.

Los retos concretos del activismo SEM

En resumen, los inversores SEM argumentan que:

- el activismo SEM está básicamente dirigido por la regulación,
- los aspectos SEM son básicamente globales en términos geográficos,
- el impacto de los aspectos SEM es distinto según el sector y la empresa.

Las tradiciones del diálogo industrial y el Modelo Social Europeo conceden una serie de poderes a los sindicatos relativos a aspectos sociales (véase el apartado 3.1). La ley en materia social crea diferentes normas para medir el cumplimiento social, yendo desde ejemplos sencillos como la semana laboral de 35 horas en Francia o los permisos de paternidad en los países escandinavos, hasta aspectos más complejos incluyendo el control de la gestión del cambio en OPAs o la reestructuración por parte de inversores extranjeros, en cuyos casos las normas pueden ser estrictas y llamar la atención de los medios de comunicación a nivel nacional.

Por otra parte, la legislación nacional incluye otra serie de exigencias cuando se trata de la gestión medioambiental. Alemania y los países escandinavos son

conocidos por sus elevadas exigencias en esta materia. En este caso, respetar la ley se traduce en una buena gestión de los riesgos SEM, y los inversores que promuegan el activismo SEM son conscientes de ello.

La UE como entidad política ha desempeñado varios papeles a este respecto. En algunos casos ha sido la iniciadora: tanto en la Directiva de Medio Ambiente del 2004 (promulgando la responsabilidad financiera de las empresas con relación a la contaminación de las zonas industriales) como en la Directiva de 2003 sobre el Intercambio de Emisiones, las cuales tendrán un impacto directo sobre las responsabilidades económicas de las empresas y ante las cuales los inversores no pueden mostrarse indiferentes. En el lado social, la Directiva de Igualdad de



LOS CONSEJOS RECONOCEN SU PAPEL PARA CONTROLAR LOS RIESGOS ACEPTANDO EL CAMBIO CLIMÁTICO COMO UNA DE SUS OBLIGACIONES:

Las acciones SEM están empezando a percibirse y reconocerse como responsabilidades del consejo, tanto dentro del contexto de la relación con los grupos de interés como parte de una buena gestión de los riesgos.

Por citar uno de los múltiples ejemplos que existen, el Dr. Joachim Faber, miembro del consejo del gigante alemán de seguros Allianz y presidente del Consejo de Administración de su brazo de gestión de activos comentaba recientemente: «El cambio climático supone importantes costes para la industria financiera... Por el interés de nuestros clientes y accionistas, estamos obligados a tener en cuenta estos riesgos al tomar decisiones sobre la suscripción de seguros, las inversiones o la concesión de préstamos». Es así como Allianz abordará estos temas desde el propio consejo y examinará los riesgos del carbono en la banca, la gestión de activos y los seguros.

Fuente: Grupo Allianz.

Razas del 2000 y la Directiva de Igualdad de Tratamiento del 2002 crean unos precedentes muy importantes de cara a la gestión de los recursos humanos.

En otros casos, las Direcciones de la Comisión como la DG de Empleo y Asuntos Sociales han interpretado un papel de facilitadores, fomentando ejemplos de mejores prácticas corporativas en la Responsabilidad Social Corporativa.

Como es natural, hay un gran debate entre las empresas, grupos de interés y políticos acerca del impacto y el valor de las normativas en materia SEM para las empresas. Los accionistas activistas tendrán en cuenta todas estas consideraciones al evaluar los riesgos, las posibles responsabilidades económicas y las oportunidades del entorno empresarial.

5.3. FUTURAS TENDENCIAS

Con el tiempo, los criterios SEM se han ido incorporando a las actuaciones de los accionistas activistas. Hoy en día prevalecen más las cuestiones relativas al gobierno corporativo que las de tipo SEM, aunque aquí también se observan obstáculos cuando los accionistas activistas pretenden gestionar adecuadamente sus carteras internacionales. Por esta razón, para que los inversores tengan éxito a la hora de gestionar sus carteras por toda Europa, será necesario que aborden a la vez tanto los aspectos SEM como los de gobierno corporativo (GC) —lo que en su conjunto se resume en actuaciones MSGC.

Este manual ha hecho especial hincapié en la teoría de Eurosif de que uno de los temas clave para llamar la atención de los inversores sobre las actuaciones MSGC será la mejora de los derechos de los accionistas. En última instancia, el escenario para mejorar la acción de los accionistas en torno a la actuación MSGC vendrá marcado por el fortalecimiento de los derechos de los accionistas, acompañado por un mayor número de accionistas activistas.

En este manual se han analizado los medios necesarios para crear una estrategia adecuada de activismo accionarial y la relevancia de llevarla a cabo. La evolución de la legislación y la continua ampliación del papel de los accionistas señalan la gestión activa de los criterios MSGC como una herramienta que adquiere cada vez más fuerza para minimizar potencialmente los riesgos de

la cartera de valores y mejorar la rentabilidad. Sin embargo, los lectores deben recordar que siempre existe la posibilidad de que se produzca un «contragolpe» frente al creciente papel de los inversores en la actividad de las empresas influyentes. Tal y como se ha señalado en este manual, muchas otras partes interesadas pueden ver esta corriente como una amenaza y, en consecuencia, presionar para que los derechos de los inversores sigan manteniendo su *statu quo*.

Eurosif espera que la UE desempeñe un moderado papel, y a la vez efectivo, para conseguir una mejora de los derechos de los accionistas. Como ya ha expuesto en repetidas ocasiones el personal comunitario, su objetivo a largo plazo es crear un mercado financiero comunitario sin igual, y la mejora de los derechos de los accionistas forma parte de esto. El manual refleja asimismo las dificultades que los inversores tienen en estos momentos para gestionar activamente sus carteras a través de las fronteras europeas. Aunque no es imposible superar estos impedimentos, lo que sí está claro es que cuanto más se comprometan los inversores con criterios MSGC fuera de sus fronteras nacionales, más pronto resolverán estos problemas.

En conclusión, el propósito de este manual ha sido ayudar a los lectores a entender mejor los obstáculos a los que **todos** los inversores se enfrentan actualmente para conseguir involucrarse de forma más activa en el escenario europeo. Sin duda, el deseo de Eurosif es que **algunos** inversores puedan utilizar este manual para mejorar y desarrollar políticas, procesos y actividades en torno a los criterios MSGC tanto en sus carteras nacionales como internacionales en un futuro cercano.

6. Página-resumen del activismo accionarial

DEFINICIÓN

1. El activismo accionarial engloba todos los pasos que deben dar los accionistas cuando poseen acciones en una empresa, no cuando las compran o las venden.

El concepto se basa en tres pilares fundamentales:

- La búsqueda de rentabilidad a largo plazo.
- La influencia a largo plazo de otros factores extrafinancieros, como son los aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (MSGC).
- El ejercicio de los derechos de los accionistas, como por ejemplo el derecho de voto y el derecho de voz.

CONTEXTO EUROPEO

2. El activismo accionarial es un fenómeno relativamente nuevo en Europa que ha sido inducido por el desarrollo de la inversión institucional a largo plazo, la internacionalización de las carteras institucionales y un nuevo planteamiento para las obligaciones fiduciarias.

3. A nivel local, el activismo accionarial se enfrenta a muy distintos contextos en Europa. Los inversores tienen que adaptar sus estrategias a las especificidades de cada cultura nacional, lo que supone marcos, leyes, legado e historia.

4. El activismo accionarial es un sector en el que los proveedores de servicios locales e internacionales pueden ser de mucha utilidad: los gestores de fondos, consultores, investigadores, asesores de voto por poder y otros accionistas activistas, todo ellos desempeñan un importante papel.

TEMAS ACTUALES / PENDIENTES

5. Los inversores se encuentran con impedimentos cuando intentan ser activos en el extranjero, por ejemplo en cuanto al voto. Las leyes y prácticas tienen que adaptarse todavía a la globalización de los inversores. La Unión Europea está jugando su papel activamente intentando nivelar el terreno de juego para el gobierno y actualmente se está centrando en los derechos de los accionistas a nivel internacional.

6. La investigación recomienda que convertirse en accionistas activistas es una práctica favorecedora para ellos. Es por ello por lo que Eurosif anima a los inversores a hacer uso de sus derechos como accionistas, a la vez que también apoya a los inversores institucionales para que faciliten el proceso, haciendo más explícitas sus políticas y procedimientos de activismo accionarial en el extranjero.

Forética es una asociación sin ánimo de lucro cuya finalidad es fomentar la cultura de la gestión ética y socialmente responsable en las organizaciones, que cuenta con más de 100 organizaciones y 70 socios personales. Ha desarrollado, con la ayuda de más de 100 expertos, un código de conducta tipo y la Norma de Empresa SGE 21 como marco de actuación, que ha sido reconocida como un referente europeo.

Las empresas promotoras de Forética son: Adif, Alares, AstraZeneca, Caja Navarra, Grupo Norte, Merck Sharpe & Dohme, Novartis, Renfe, Sanitas, Sanofi-Aventis y Union Fenosa.

e Forética



Otras Publicaciones de Forética

CUADERNOS FORÉTICA

1. **Responsabilidad Social de las Empresas: Fundamentos y enfoque de la gestión responsable**
Dr. Pedro Francés Gómez
2. **Gestión Integral de la RSE: El caso de Novartis en España**
Joan Fontrodona Felip
3. **Responsabilidad Social en las Empresas Familiares**
Javier Quintana Navío
4. **La integración de la Responsabilidad Social en el sistema de gestión de la empresa**
Francisco Ogalla Segura
5. **Inversión Socialmente Responsable: La gestión del riesgo y la calificación de criterios RSE**
Tom Gosselin
6. **Accountability: Comunicación y reporting en el ámbito de la RSE**
Marc Vilanova, Josep María Lozano y Marta Dinarés

Gestión y comunicación de la Responsabilidad Social Empresarial: Claves para un desarrollo competitivo y sostenible

Germán Granda Revilla (Director)

Edita Ediciones Cinca (septiembre 2006)

Para la elaboración de esta publicación se ha utilizado materiales reciclables.

Patrocinan:




Forética

ISBN 978-84-611-5106-6



9 788461 151066