

# Activismo accionarial: una mirada multidisciplinar

CE  @Compromiso\_Empr 23 junio 2014

20



El activismo accionarial aumenta en todas las regiones. No solo en los países anglosajones, donde siempre ha s muy activo, sino también en España. Las juntas de accionistas de las empresas del Ibex 35 han sido testigo en últimos años de diferentes *proxy fights* contra algunas prácticas de la empresa.

**Las demandas de los activistas son muy variadas e incluyen tanto las campañas tradiciona impulsadas por las ONG** (criticando, por ejemplo, la falta de control de la cadena de proveedores de las empre del sector textil), **como las centradas en temas de buen gobierno, capitaneadas por los inverso institucionales** (fondos de pensión y fondos de inversión).

A estas peticiones de los accionistas más “tradicionales” se han sumado otras que tienen su origen al otro lado Atlántico y que se distinguen no tanto por reclamar mejores prácticas sociales, medioambientales o de gobier sino por exigir a los administradores una mayor rentabilidad para el accionista; batallas que serán mucho r frecuentes y sofisticadas en el futuro.

En este contexto, conocer bien el perfil de cada uno de los accionistas y mantener un diálogo fluido con ellos torna en una cuestión crítica.

Para hablar de todas estas cuestiones *Compromiso Empresarial* ha reunido en un nuevo Desayuno CE a Jesús Alfaro, catedrático de derecho mercantil de la Universidad Autónoma de Madrid; Carlos Bravo, secretario de protección social y políticas públicas en CCOO; Luis Ferrándiz, *senior advisor* de PwC; Paola Gutiérrez, directora de Georeson para España, Portugal y Latinoamérica; Katharina Miller, presidenta de Paridad en Acción; Salva Montejo, presidente de Emisores Españoles, y Joaquín Tamames, director de la Fundación Ananta.

**El activismo accionarial es un término muy amplio que incluye demandas de todo tipo proceden de distintos actores. ¿Qué tipos de activismo accionarial existen, si es que puede establecerse una clasificación?**



**Jesús Alfaro:** Bajo el epígrafe de activismo accionarial se pueden distinguir dos corrientes; una que se puede denominar de *old style*, propia de los inversores institucionales, que motu proprio y por incentivos de legisladores, han cambiado de una actitud meramente pasiva a otra más activa en la que participan y se preocupan por lo que se vota en las JGA.

La otra corriente, la *new style*, se refiere a la actividad que realizan algunos fondos de inversión alternativos (*hedge fund*) en EEUU e Inglaterra. En España esta última apenas tiene relevancia y no es de esperar que la tenga en futuro próximo.

El activismo *old style* se preocupa por cuestiones de gobierno corporativo, que, al tratarse de un conocimiento general, es más fácil tener *expertise* suficiente y si no contar con especialistas (*proxy advisors*).

**Pero cuando se trata de cuestiones relacionadas con la gestión empresarial, los inversores institucionales no tienen incentivos para involucrarse** en la misma y proponer cambios en la política de la compañía porque carecen de esa *expertise*. Para hacerlo tendrían que tener equipos capaces de analizar la empresa e identificar qué va bien y mal.

El problema es que tienen sus propios costes de agencia, es decir que los gestores de los inversores institucionales tienen su propia agenda que no tiene por qué coincidir con la de los beneficiarios finales de esos fondos: pensionistas, las viudas escocesas, las enfermeras holandesas, etc.

Ese tipo de activismo accionarial no es muy atractivo, ni está demostrado, según los estudios empíricos, que ha contribuido a aumentar el valor de las compañías, aunque pueda haber ayudado a mejorar el gobierno corporativo: diversidad en los consejos; separación del CEO y el presidente; regulación de las operaciones vinculadas; mayor claridad de la auditoría financiera, o mayor independencia de los consejos.

El activismo accionarial *new style* no tiene que ver con los intereses de los inversores institucionales sino más bien con los sustitutos de las opas hostiles que tuvimos en los años 80 y 90. Las opas hostiles se han acabado en EEUU solo permanecen en Gran Bretaña por la legislación.

En EEUU las compañías pueden protegerse o blindarse frente a las opas hostiles con muchos mecanismos, el más moderno es que salen a bolsa directamente blindadas, con el control en manos de los emprendedores, como en

caso de Google o Facebook.

**Estos fondos activos buscan un camino intermedio entre la pasividad de los inversores institucionales y los impulsores de opas hostiles.** Lo que hacen es identificar una sociedad que creen que valdría mucho más si cambia su gestión; estudian las compañías; se presentan ante el consejo con un informe que indica lo que a su juicio tendrían que hacer; empiezan a dialogar –o no– con el consejo, y presionan para que cambien la estrategia.

A diferencia del activismo *old style*, **este tipo de estrategias sí aumentan el valor de las compañías no solo a corto plazo sino también a largo plazo.** En España cada vez habrá más normas que obliguen a los inversores a votar y participar con sus acciones.

En la actualidad solo hay cuatro sociedades en las que este tema es relevante porque no están controladas por accionistas mayoritarios o grupos de accionistas –Telefónica, BBVA, Santander e Iberdrola–, como el resto. Así el debate no tiene el mismo sentido en España que en Inglaterra o EEUU.

**Paridad en Acción lleva varios años asistiendo a las juntas generales de accionistas (JGA) de empresas del Ibex 35 para impulsar la presencia de mujeres en los órganos de dirección y gobierno. ¿Nos podría comentar su experiencia?**



**Katharina Miller:** Soy abogada colegiada tanto en Alemania como España. Llevo diez años como socia de la Asociación de Mujeres Juristas de Alemania, que impulsa una **mayor presencia de las mujeres en los órganos de gobierno y dirección de las empresas** y que desde hace cinco años asiste a las juntas generales de las empresas que cotizan en el DAX (el equivalente del Ibex en Alemania), para plantear preguntas sobre la presencia de mujeres en dichas empresas.

En España, Paridad en Acción, plataforma que presido desde hace dos años, cumple la misma misión. Enviamos un cuestionario previo de 16 preguntas para que las empresas puedan preparar las contestaciones, luego en la junta a la que asistimos con la cesión de la representación de algún accionista, formulamos solo tres:

La primera es si la empresa forma parte del proyecto *Promociona* para promover las directoras dentro de las compañías. La segunda pregunta es si la empresa ha firmado los *acuerdos voluntarios* impulsados por el Ministerio de Sanidad, Asuntos Sociales e Igualdad español; actualmente apoyado por 34 empresas españolas. Y, finalmente han firmado el *Charter de la Diversidad*.

En realidad se trata de una información que podríamos obtener por otros cauces, pero aprovechamos las juntas para llamar la atención de los accionistas y del consejo de administración sobre estos temas, sin intención de que nadie se sienta molesto. No obstante, **notamos en las empresas españolas un rechazo muy grande culturalmente, a diferencia de Alemania, no están acostumbradas a que les cuestionen en público determinadas políticas o prácticas.**

No queremos atacar a nadie, buscamos ayudar a cambiar este mundo tan cerrado, que haya más mujeres en las empresas e impulsar la transparencia. Poco a poco vamos dando pasos y cambiando el rechazo inicial por apoyos explícitos.

En ese sentido, recientemente en la junta de accionistas de Iberdrola el presidente agradeció públicamente nuestro trabajo y mencionó que gracias a nuestras sugerencias han cambiado sus políticas de género.

**Los sindicatos han sido una de las organizaciones más activas a la hora de impulsar las políticas RSC en las compañías y también juegan un papel importante en el activismo accionarial, ya manejan las comisiones de control de muchos de los fondos de pensiones. ¿Qué lectura hacen en los sindicatos del activismo accionarial?**



**Carlos Bravo:** Los sindicatos llevan bastante tiempo participando en iniciativas de activismo accionarial, inversión socialmente responsable (ISR) e impulso de la RSC.

Nos incorporamos activamente a estas actividades en torno al año 2000, coincidiendo con la finalización del periodo de exteriorización obligatoria de compromisos empresariales por pensiones en 2002, a través de fondos de pensiones de empleo, o mutualidades de previsión social empresarial donde la participación de los trabajadores en las juntas directivas y en las comisiones de control es muy relevante.

Comenzamos a plantearnos que además de obtener rentabilidad con los fondos de pensiones, deberíamos ser coherentes con nuestro compromiso social que no solo busca la rentabilidad sino también influir en la sociedad en la función social de la empresa.

Hay dos campos de trabajo en los que estamos centrando nuestra labor. El primero tiene que ver con el impulso de la RSC; **pretendemos que nuestras secciones sindicales además de demandar mejoras de condiciones de trabajo, sean también proactivas reclamando comportamientos responsables** a las empresas en las que participan. El segundo guarda relación con el activismo accionarial.

Desde el año 2000 estamos impulsando mecanismos para incrementar la ISR en España. Participamos en foros internacionales como el Committee on Workers' Capital, una de las iniciativas sindicales más interesantes en el ámbito internacional que coordina actuaciones de los fondos de pensiones de empleo de todo el mundo, y la I Euresa, una red europea de empresas de la economía social, donde facilitamos análisis de las empresas españolas y facilitamos orientaciones de voto y disfrutamos de las orientaciones de voto de la red europea o la red sindical de fondos de pensiones internacional.

Estamos intentando que el activismo accionarial vaya creciendo en España. Los principales fondos de pensiones de empleo ejercen el derecho de voto, que es lo más difícil de lograr. Hay una tendencia importante a considerar el activismo accionarial como algo propio de ONG, nosotros **queremos poner en el mapa a las organizaciones sindicales y a los fondos de pensiones de empleo**, que tienen una capacidad de actuación relevante y es abiertos a coordinarse con otros muchos.

Finalmente, un hito relevante en España ha sido la creación de *Spainsif*, un foro para el fomento de la inversión socialmente responsable en el que hemos participado.

Es un foro complejo porque tiene presencia muy diversa: entidades financieras, ONG, universidades, escuelas de negocios, sindicatos, etc. Pero nos ha permitido llevar adelante una vieja reivindicación que habíamos trasladado a los distintos gobiernos sin éxito: que se implantase y pusiera en práctica en España el principio de cumplimiento en relación con la ISR de los fondos de pensiones de empleo.

## ¿Cuál es función de la organización Emisores Españoles? ¿Cómo se ve el activismo accionarial de la dirección de las empresas?



**Salvador Montejo:** Emisores Españoles es una plataforma que vela por los intereses de las entidades con valores negociados en mercados nacionales y fue creada como respuesta a las inquietudes que se plantean las empresas cotizadas en su condición de emisores de valores.

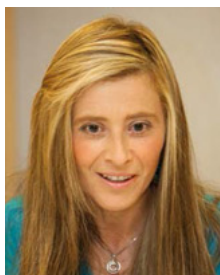
Sobre la segunda cuestión, planteo: cómo no va a estar uno de acuerdo con que haya presencia femenina en órganos de dirección, con que no se exploten niños en el mundo, con que la inversión sea socialmente responsable etc.

**El problema es que cada día aparecen personas distintas defendiendo diferentes causas**—y todas parecen muy legítimas, sin embargo, la cuestión es si le corresponde a la empresa librar esas batallas.

La verdadera función social de la empresa es ganar dinero. Todos esos problemas sociales son muy importantes pero la empresa no es la organización llamada a resolverlos.

**La empresa no es una ONG, su función es crear y generar riqueza.** Utilizar la junta general para defender determinadas causas sociales no es el mejor cauce para solucionar estos problemas.

## ¿Cuál es el papel que cumple un *proxy solicitor* y cuáles son las principales *proxy fight* en el mercado español?



**Paola Gutiérrez:** Georgeson es un *proxy solicitor*, una compañía que actúa de bisagra entre inversores institucionales extranjeros y las sociedades cotizadas de España.

Tenemos un departamento de *corporate governance* que identifica el accionariado de las compañías ya que en España existe un problema legal importante y es que las compañías no pueden identificar quiénes son accionistas extranjeros.

Si la empresa cuenta con accionistas chinos, alemanes o árabes las cuestiones relacionadas con la RSC no van a tener mucho peso; así, por ejemplo, aunque los inversores alemanes puedan ser muy partidarios de la RSC tienen por costumbre votar en la JGA.

**Las cuestiones sociales y medioambientales no son elementos que determinan el sentido del voto en España por el momento,** mientras que los temas relativos al gobierno corporativo sí, como los relacionados con la RSC.

la propuesta de remuneraciones o de nombramiento de consejeros.

En aquellos casos en que el consejo de administración no ha desempeñado bien sus funciones estratégicas control o supervisión, como en el caso de Pescanova, es muy probable que se pueda producir una *proxy fight*.

En mi empresa, en algunos casos concretos, también asesoramos a inversores institucionales, desde el 2102 *so: country correspondent* del ICGN, International Corporate Governance Network.

Como comentaba anteriormente, somos la bisagra de ambos lados. **Nuestra estrategia consiste en ab canales de diálogo y evidenciar las áreas de mejora en materia de gobierno corporativo** de sociedades y ayudarles a establecer un diálogo permanente con los accionistas, proceso que hoy se denomin nivel internacional *engagement*.

Muchas campañas de activismo tienen una eficacia muy limitada. Hacen ruido en los medios, pero no consig ningún resultado. Respecto a lo que comenta Carlos Bravo, el papel que pueden jugar los sindicatos es n importante. Pero los fondos de pensiones, en la mayoría de los casos, no suelen votar, sino que ceden sus derec políticos a las gestoras, que son las que retienen al final la autoridad de voto por diversas razones.

**Joaquín Tamames, usted ha trabajado durante muchos años en banca de inversión y es un profun conocedor del sector financiero. En los últimos años se ha destacado por ser muy crítico con algu decisiones relativas a la retribución de los consejeros y de la alta dirección. ¿Nos puede explicar s motivos?**



**Joaquín Tamames:** En primer lugar, desde el punto de vista de la empresa tengo que ser muy pragmático: **que decida la junta de accionistas está bien decidido**; si la junta, informada, aprueba remunerar a un equ directivo de manera sobresaliente, poco hay que decir.

Además, hay sistemas de reequilibrio, uno de ellos, que tiene un gran peso, es el tramo del IRPF. De hecho, algu altos directivos argumentan con razón que pagan en IRPF el 52% del tipo marginal (56% en Cataluña). Por tant se les remunera bien, ganan ellos, pero también el resto de la sociedad.

**El problema en la empresa no es distinto al que puedan por ejemplo tener los socios del Barcel cuando su junta directiva decide que Messi cobre veinte millones de euros netos**, o los de 1 productora de televisión que acepta pagar a un actor durante x temporadas 100.000 euros por capítulo.

Lo que importa es que la junta de accionistas esté bien informada para poder aprobar este asunto con conocimie de causa, y creo que la nueva *Ley de Sociedades de Capital va en la línea correcta*.

Pero en la mayoría de las ocasiones las juntas de accionistas no están informadas al detalle –muchas veces dejación de los propios accionistas– y en muchos casos las empresas realmente están en manos de los directivos

Telefónica e Iberdrola, por ejemplo, no tienen un accionista de control y los directivos-consejeros actúan ocasiones como si ellos lo fuesen.



El año pasado fui a la JGA de Telefónica de aprobación de cuentas de 2012 y **pregunté muy educadamente acerca de la justificación de la remuneración extraordinaria de 24,7 millones a un alto directivo concepto de indemnización “voluntaria”**, para además volverle a fichar de consejero, después de tres años cobrando una media entre fijo y variable de casi seis millones de euros anuales, mientras nuestras acciones habíamos bajado un 45% y nos habían suprimido el dividendo.

Puede que algunos piensen que no tiene mucho sentido ir a la JGA cuando ya está todo decidido, pero por lo menos queda el testimonio de cuestionar ciertas prácticas susceptibles de ser consideradas como un abuso.

En segundo lugar, aunque sea aprobado por la junta de accionistas, el exceso de remuneración a los directivos también a los futbolistas y a muchos otros colectivos respecto de los que la sociedad guarda un símil comparativo con el caso de los directivos que considero bastante hipócrita— me parece que plantea un asunto de desequilibrio social muy peligroso, de ruptura del contrato social, que favorece que la brecha entre ricos y pobres siga creciendo, con todo lo que eso implica de desestructuración social.

Creo que este es un asunto muy importante, y sobre el que las propias empresas y directivos deben reflexionar seriamente para autorregularse. Esto es, creo que las altas remuneraciones son por supuesto defendibles, pero las remuneraciones estratosféricas son altamente cuestionables.

**Hay algunas cuestiones, relativas al gobierno corporativo, que han concitado las mayores críticas los últimos años y los votos no favorables en la juntas de accionistas. Una de ellas es la propuesta de nombramientos y reelección de consejeros. Se critica que la composición actual de los consejos es integrada por perfiles muy homogéneos, que no se impulsa la diversidad y que apenas existe rotación. También se multiplican las críticas en relación al proceso de selección, muy poco transparente y riguroso. Además, está la cuestión del propio estatuto de la figura del consejero independiente, muchos consideran un mito este tipo de figura. ¿Qué opinan al respecto?**

**Paola Gutiérrez:** Es cierto que ha habido votaciones en contra de determinadas propuestas de consejeros del ICAEX, pero es necesario analizar caso por caso; **no se pueden leer las cifras de forma aislada sin tomar en consideración el *free-float*, la penetración de inversión extranjera y el *quorum*.**

Las recomendaciones negativas de los *proxy advisors* en el caso de la elección o reelección de consejeros refieren a temas como el nivel general de independencia del consejo, que los consejeros externos no estén en representación de cuatro consejos; que el CEO y el *chairman* no pertenezcan a más de dos consejos adicionales, o que las comisiones de auditoría y nombramientos se compongan por consejeros exclusivamente externos y por mayoría independiente además de presididas por estos últimos, entre otros aspectos.

**Jesús Alfaro:** En el caso de España, el problema es que los consejos no funcionan en comparación con otros países, esto es lo más grave. El tema de la remuneración hace mucho ruido en los medios, pero el problema más serio es la elección de consejeros y la independencia del consejo.

Por decirlo de manera muy clara: **están los mismos en todas las empresas y las empresas tienen mucha vinculación con los políticos**, que toman medidas para favorecer a las empresas y al mercado.

Es lo que yo llamo un “capitalismo de compadre”. No hay más que ver lo que pasó hace unas semanas con Ena, en la que se nombraron cinco consejeros a propuesta de la SEPI que mantiene un 5%, todos ellos procedentes de la política, y nadie ha dicho nada.

**Carlos Bravo:** El problema no se da entre la junta y el consejo, sino entre la dirección, el consejo y la junta. La cuestión fundamental y los conflictos de intereses más graves se producen entre quienes tienen la responsabilidad ejecutiva (directivos de la empresa) y los que tienen una responsabilidad de control y supervisión (consejeros).

El nombramiento de políticos como consejeros genera muchas controversias, pero no podemos poner el foco

exclusivamente en los políticos. **Uno analiza el papel que han desempeñado los consejeros no políticos ciertamente, no son mucho mejores.**

En realidad, **con frecuencia se elige a consejeros dóciles, pero ni mejores ni peores que los demás,** se pone el foco en eso, estamos obviando el fondo.

Permitidme decir que los consejeros independientes son, en demasiadas ocasiones, una broma. Muchas veces : extrabajadores de la empresa que tras un periodo de receso regresan como consejeros independientes.

Además, el órgano supervisor puede y debe hacer más; necesitamos que las recomendaciones de buen gobierno aun no teniendo carácter normativo, tengan alguna consecuencia si se incumplen, que la CNMV tenga competere para impulsar su cumplimiento.



**Luis Ferrándiz:** Yo quiero matizar algunos de los comentarios que se han hecho. Llevo trabajando desde el : 1995 en la selección de consejos y si bien lo que se ha dicho es la verdad, no lo es en su totalidad.

Me encantaría que mi currículum fuera comparable con el de algunos consejeros que he seleccionado, pero no es **muchos de los actuales consejeros tienen una formación excelente y una trayectoria profesional impecable.**

Es cierto que podemos encontrarnos con consejeros elegidos por amiguismo, pero, de veinte años atrás, consejos han evolucionado mucho. Que sean dóciles o no, pues habrá que ver, no se pueden hacer afirmaciones generales.

En relación con la ineficacia de los informes de gobierno corporativo y la falta de consecuencias que tiene el incumplimiento de las recomendaciones, no puedo estar más de acuerdo.

Se dice que los consejos no funcionan, **pero si no funcionan, ¿cómo es que tenemos compañías de éxito como Santander, Telefónica o BBVA?**

**Salvador Montejo:** Yo también tengo que salir en defensa de los consejeros y los ejecutivos. Los directivos de empresa son señores que trabajan catorce horas diarias por la empresa y no entiendo por qué ahora es más malo ser un especulador que un ejecutivo o consejero.

**Las retribuciones de los consejeros en España no son tan escandalosas si las comparamos con las de otros países** y, sobre todo, si las comparamos con el sueldo de un futbolista.

Además, el 90% de las empresas españolas están controladas, de tal manera que todo el mundo sabe lo que ganan los consejeros y directivos. En cuanto al funcionamiento de los consejos, hay de todo: unos funcionan y otros no; unos son independientes y otros menos; y unos políticos están cualificados para ser consejeros y otros en absoluto.

Es verdad que el puesto de consejero está muy bien pagado, pero también que la responsabilidad que conlleva es muy grande.