

REBECA HERRERO MORANT

Profesora de Derecho Mercantil. Universidad de Zaragoza

**LOS INVERSORES
INSTITUCIONALES
EN LAS SOCIEDADES
COTIZADAS ESPAÑOLAS**

Caracterización y activismo accionarial

Prólogo de
Reyes Palá Laguna

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2019

ÍNDICE

	Pág.
PRÓLOGO , por Reyes Palá Laguna	15
NOTA PRELIMINAR	21
ABREVIATURAS	23
CAPÍTULO I. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	31
1. INTRODUCCIÓN.....	31
2. EL INVERSOR INSTITUCIONAL COMO ACCIONISTA. BREVE DESCRIPCIÓN DE LA FIGURA DEL ACCIONISTA	35
3. EL CONCEPTO DE INVERSOR INSTITUCIONAL	38
3.1. Los inversores institucionales como accionistas en el Derecho positivo español	38
3.1.1. Clasificación de los accionistas en virtud de la clase de acciones	39
3.1.2. Clasificación de los accionistas en virtud del porcentaje de participación societaria	40
A) Accionistas de control.....	41
B) Accionistas inversores o inversores minoristas.....	45
3.1.3. Clasificación de los accionistas en virtud del plazo de su inversión.....	46
3.1.4. Clasificación de los accionistas según el Derecho del mercado de valores	49
A) Tipos de inversores.....	51
B) Tipos de clientes.....	52
3.2. Definición de inversor institucional en el ordenamiento jurídico europeo y español	55
3.3. Caracterización doctrinal de los inversores institucionales	62
3.4. Propuesta de definición de inversor institucional.....	68
4. CLASIFICACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES.....	69

	Pág.
4.1. Inversores institucionales de primer nivel	71
4.2. Inversores institucionales de segundo nivel.....	74
CAPÍTULO II. DESCRIPCIÓN DE LOS PRINCIPALES TIPOS DE INVERSOR INSTITUCIONAL.....	79
1. LAS ENTIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA.....	80
1.1. Antecedentes históricos y normativos de las entidades de inversión colectiva.....	81
1.2. El régimen jurídico de las entidades de inversión colectiva	88
1.2.1. El Derecho europeo.....	88
1.2.2. El Derecho español	90
1.3. El concepto y clases de entidades de inversión colectiva	90
1.3.1. El Derecho europeo.....	90
1.3.2. El Derecho español	92
A) Clases de entidades de inversión colectiva según el grado de liquidez	93
B) Clases de entidades de inversión colectiva en función del tipo de activos objeto de la inversión.....	95
C) Clases de entidades de inversión colectiva en función de su forma jurídica.....	95
D) Clases de entidades de inversión colectiva en función del tipo de gestión.....	95
1.4. La participación de entidades de capital-riesgo en las sociedades cotizadas.....	97
1.5. Las sociedades gestoras de las entidades de inversión colectiva. Referencia a la entidad depositaria.....	98
1.6. La actuación de las entidades de inversión colectiva como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación	101
1.6.1. Criterios de inversión. Principio de no influencia notable	101
1.6.2. El ejercicio de los derechos políticos	104
1.6.3. Política de implicación y otras nuevas obligaciones para las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva	105
1.7. El régimen jurídico de las entidades de inversión colectiva en los Estados Unidos	106
2. LOS FONDOS DE PENSIONES.....	109
2.1. Antecedentes del vigente régimen jurídico de los fondos y los planes de pensiones	110
2.2. El régimen jurídico de los fondos de pensiones.....	112
2.3. El concepto y clases de fondos de pensiones	113
2.4. La gestión de los fondos de pensiones y los planes de pensiones.....	115
2.5. La actuación de los fondos de pensiones como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación.....	116
2.5.1. Criterios de inversión aplicables a los fondos de pensiones...	118
2.5.2. El ejercicio de los derechos políticos	119
2.6. El régimen jurídico de los fondos de pensiones en los Estados Unidos.	120
3. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO	123
3.1. Notas históricas sobre el régimen jurídico de las entidades de crédito.	125

	Pág.
3.2. El régimen jurídico de las entidades de crédito.....	126
3.3. La actuación de las entidades de crédito como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación.....	127
3.3.1. Criterios de inversión aplicables a las entidades de crédito ...	128
3.3.2. El ejercicio de los derechos de voto	130
3.4. Régimen estadounidense del ejercicio de voto por parte de entidades de crédito.....	130
4. LAS ENTIDADES ASEGURADORAS.....	132
4.1. La actuación de las entidades aseguradoras como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación.	135
4.1.1. Criterios de inversión aplicables a las entidades aseguradoras.....	135
4.1.2. El ejercicio de los derechos de voto	137
4.2. El régimen jurídico de las entidades aseguradoras en los Estados Unidos.....	137
5. LOS CUSTODIOS INTERNACIONALES DE VALORES COMO INVERSORES INSTITUCIONALES DE SEGUNDO NIVEL	139
CAPÍTULO III. LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO: CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO	143
1. INTRODUCCIÓN.....	143
2. CONCEPTO DE SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA.....	147
3. BREVE REFERENCIA HISTÓRICA A LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA EN ESPAÑA	156
4. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS...	159
4.1. Derecho societario	160
4.2. Derecho del mercado de valores	164
4.3. Apuntes sobre el régimen jurídico de la sociedad cotizada en los Estados Unidos.....	168
4.3.1. La normativa federal sobre sociedades cotizadas estadounidenses.....	168
4.3.2. La normativa estatal sobre sociedades cotizadas estadounidenses.....	171
4.4. Los códigos de buen gobierno y otras herramientas de autorregulación	174
4.4.1. Los códigos de buen gobierno y el fenómeno de la autorregulación en los Estados Unidos.....	174
4.4.2. Los códigos de buen gobierno en España.....	177
4.4.3. Los códigos de buen gobierno corporativo de sociedades no cotizadas	178
5. EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS	181
5.1. Notas sobre el origen del gobierno corporativo.....	183
5.2. La separación de la propiedad y el control: la problemática relativa al control de las sociedades cotizadas	190
5.2.1. Los conflictos de interés en la sociedad cotizada.....	191
5.2.2. Los costes de agencia en la sociedad cotizada	196

	Pág.
5.3. Introducción al tratamiento de los inversores institucionales en el gobierno corporativo	199
5.3.1. Evolución histórica de la presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas	202
5.3.2. Aspectos del gobierno corporativo relativos a los inversores institucionales a nivel internacional	206
A) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas estadounidenses sobre gobierno corporativo	207
B) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de la OCDE	210
C) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de la Unión Europea	211
D) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas británicas sobre gobierno corporativo	213
5.4. La incidencia de la estructura accionarial de la sociedad cotizada sobre el buen gobierno corporativo	214
5.5. El movimiento de gobierno corporativo en España	219
5.5.1. Dualidad de fuentes del gobierno corporativo	220
5.5.2. Recomendaciones sobre la junta general de accionistas y el papel de los inversores institucionales en los códigos españoles de buen gobierno corporativo	225
A) El Informe Olivencia	226
B) El Informe Aldama	229
C) El Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)	231
D) El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CBG)	233
 CAPÍTULO IV. EL ACTIVISMO ACCIONARIAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	 237
1. INTRODUCCIÓN	237
2. EL CONCEPTO DE ACTIVISMO ACCIONARIAL	238
3. ANÁLISIS HISTÓRICO DEL ACTIVISMO ACCIONARIAL. ESPECIAL REFERENCIA AL PAPEL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES....	240
3.1. El activismo accionarial previo a la aparición de los inversores institucionales	240
3.2. El activismo accionarial durante el primer periodo de expansión de los inversores institucionales	243
3.3. El activismo accionarial a finales del siglo XX	246
3.4. El activismo accionarial desde principio del siglo XXI hasta la actualidad: el caso de los <i>hedge funds</i> y la situación en España	249
4. LOS DIVERSOS NIVELES DE ACTIVISMO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	257
4.1. Justificación teórica sobre el activismo accionarial de algunos inversores institucionales	258
4.2. Justificación teórica sobre la apatía racional de algunos inversores institucionales	261
5. LOS MECANISMOS UTILIZADOS POR LOS INVERSORES INSTITUCIONALES ACTIVISTAS	264

	Pág.
5.1. Los mecanismos de activismo accionarial formales e informales.....	265
5.2. Los mecanismos de activismo accionarial según el nivel de influencia	266
5.3. Los mecanismos de activismo accionarial según su grado de intensidad.....	268
5.4. Los mecanismos de activismo accionarial según la vía de intervención	269
6. INTERVENCIONES EN LA JUNTA GENERAL	270
6.1. Con carácter previo a la celebración de la junta general de accionistas.....	270
6.1.1. Solicitud de convocatoria de la junta general	271
6.1.2. El derecho a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo	272
6.1.3. El proceso de captación de apoderamientos	273
6.2. Durante la celebración de la junta general de accionistas	278
6.2.1. Constitución de la junta y proceso de deliberación y voto	279
6.2.2. En relación con las competencias de la junta	280
6.2.3. El ejercicio del derecho de voto a distancia. El supuesto del voto desde el extranjero	285
6.3. Con posterioridad a la celebración de la junta general de accionistas.	290
6.3.1. La impugnación de acuerdos sociales.....	290
6.3.2. La acción social de responsabilidad.....	292
7. INTERVENCIONES EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN.....	294
8. INTERVENCIONES EXTRAORGÁNICAS.....	296
9. LA CRISIS DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS Y EL PAPEL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	297
9.1. La estructura organizativa de la sociedad cotizada: el problema de la separación de la propiedad y el control.....	298
9.2. El fenómeno de la crisis de la junta general de accionistas	300
9.3. Mecanismos para la reactivación de la junta: en especial, aquellos en los que pueden colaborar los inversores institucionales	305
9.3.1. El reglamento de la junta general	305
9.3.2. El ejercicio del derecho de información	306
9.3.3. El derecho a conocer la identidad de los accionistas.....	308
9.3.4. Los mecanismos de coordinación entre accionistas	310
9.3.5. El fomento del ejercicio del derecho de voto: el caso especial de los inversores institucionales.....	314
A) Tendencias recientes en el ejercicio del derecho de voto por los inversores institucionales.....	315
B) Las <i>loyalty shares</i> (acciones de fidelidad)	319
C) La responsabilidad de los inversores institucionales por ejercicio indebido de sus derechos. Consecuencias negativas relativas al ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales.....	323
BIBLIOGRAFÍA	327

PRÓLOGO

No cabe duda de que el papel de los inversores institucionales en el buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas es un tema de actualidad. Y ello no solo desde el punto de vista del Derecho positivo sino también desde el soft law o Derecho indicativo, en una nomenclatura de origen anglosajón que se ha impuesto finalmente en la Europa continental. Los avatares políticos han provocado la paralización de la tramitación del Anteproyecto de Ley por el que se modifican diversas normas financieras y la Ley de sociedades de capital para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, lo que no es óbice para que Rebeca HERRERO MORANT realice un atento estudio de la transposición de la directiva al Derecho interno español. En el libro también se hace referencia a los últimos códigos de buen gobierno corporativo, incluyendo la nueva versión de los Principios Wates de diciembre de 2018, que afectan especialmente a lo que en España se conoce como capital-riesgo. La obra que me honro en prologar recoge además los últimos debates doctrinales acerca del papel que habrían de ocupar los inversores institucionales en la cotizada. Continúa con la mejor tradición de la literatura científica representada por TRÍAS SAGNIER (Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades, Madrid, McGraw Hill, 1998) y GARRIDO GARCÍA (La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales, Zaragoza, Studia Albornotiana, 2002). Trae causa de la tesis doctoral codirigida por el profesor Perdices Huetos y por quien suscribe estas líneas, que fue brillantemente defendida en la Facultad de Derecho de la Universidad de Zaragoza el 20 de diciembre de 2018, obteniendo la máxima calificación.

En el régimen del activismo accionarial de los inversores institucionales confluyen el Derecho del mercado de valores y el Derecho societario; ante la pregunta de por qué regular el ejercicio de una actividad privada como es la forma de ejercer los derechos del socio en una sociedad anónima, incluyendo, por ejemplo, la obligación de votar en la junta general para determinados inversores institucionales [vid. ad ex art. 115.1.i) del Reglamento de la Ley de instituciones de inversión colectiva], la respuesta ha de venir desde el Derecho del mercado de valores pese a que el nuevo régimen se encuentre en una Directiva societaria (Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas). Tras la crisis financiera de 2008, la consideración de la sociedad cotizada como una entidad de interés público y la importancia que los mercados regulados tienen para la economía de cualquier país, justifican en mi opinión esta injerencia del ordenamiento jurídico

en la esfera de actuación de las sociedades mercantiles. A ello se suma la protección del inversor, principio cardinal que preside la regulación de los mercados de valores en todas las economías desarrolladas, que la Directiva resume como la obligación de institucional de actuar en el «interés superior a largo plazo del inversor» (expositivo 20 de la Directiva 2017/828), lo que enlaza con la evolución del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas —y del Derecho de sociedades anónimas— que también es objeto de estudio en esta monografía.

El punto de partida de las tesis de la autora respecto al papel de los institucionales en las cotizadas constituye una premisa fundamental para cualquier análisis científico de esta materia: desde finales del siglo pasado, entre el 60 y el 70 por 100 de las acciones cotizadas en los Estados Unidos están en manos de inversores institucionales (en el S&P 500 el porcentaje alcanza el 80 por 100) y en los mercados regulados europeos se está cada vez más cerca de esos porcentajes. Indica la autora que «como consecuencia de este incremento continuo de la presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas, el escenario de dispersión accionarial descrito por BERLE y MEANS en 1932 podemos considerarlo superado, con las consecuencias que esto ello conlleva» (p. 206), consecuencias analizadas detalladamente a lo largo de su extenso trabajo.

En el libro se estudia cómo la presencia de los institucionales ha influido en la composición accionarial de las sociedades en las que invierten. Paradójicamente, en los Estados Unidos ello ha supuesto en muchas ocasiones una concentración accionarial en la cotizada, mientras que en la Europa continental el fenómeno ha sido el inverso: los grandes bloques accionariales o núcleos duros se han visto reducidos. Expone HERRERO MORANT que el activismo accionarial de esta clase de inversores en los Estados Unidos ha venido favorecido precisamente por esta mayor concentración del capital. Pero, afirma con acierto, no es posible extender esta afirmación a la totalidad de los inversores institucionales, «ya que no son todos iguales ni actúan todos de la misma manera. Tienen distintas formas jurídicas y tipos de propietarios (accionistas, clientes, partícipes o beneficiarios), motivaciones económicas diversas y actúan en diferentes contextos políticos. En la mayoría de los casos incluso están sometidos a una legislación sectorial diferente que les aplica restricciones distintas a la hora de invertir. Es por ello por lo que podemos encontrar a algunos inversores institucionales que han adoptado una política pasiva respecto a sus inversiones, mientras que otros tienen una actitud más activa» (p. 258) en las sociedades en las que invierten. Desde una aproximación empírica, pone de relieve una mayor implicación de algunos inversores institucionales en la adopción de acuerdos relativos, por ejemplo, al say on pay.

Aunar en una misma categoría (el inversor institucional) a los hedge funds, al private equity, los fondos de pensiones o los custodios internacionales de valores es probablemente el mayor problema de base a la hora de abordar el estudio de la actuación de inversores institucionales en las sociedades cotizadas. La autora deja claro a lo largo de la obra que one fit does not size all y demuestra que los intentos del legislador y de los autores de los códigos de buen gobierno para establecer previsiones comunes a todos ellos no han tenido el éxito esperado. Como ella misma indica «la participación de los inversores institucionales en nuestras sociedades cotizadas no siempre tendrá efectos positivos, ni será inocua, llegando incluso, en más ocasiones de las deseables, a tener efectos negativos sobre la cotizada y la economía en su conjunto» (p. 326).

Uno de los méritos de HERRERO MORANT es la elaboración del concepto de inversor institucional como «aquellas organizaciones que de forma profesional canalizan la inversión de los particulares, reinvirtiéndolo, directa o indirectamente, los fondos

recibidos por sus clientes en productos financieros, especialmente, valores mobiliarios (acciones de sociedades cotizadas, obligaciones, deuda pública y, en menor medida, instrumentos derivados), con el objetivo de maximizar la rentabilidad de estas inversiones y repartir los beneficios entre sus clientes, ya sea de forma directa o indirecta, según el tipo de relación jurídica que les vincule con ellos» (pp. 68-69). A esta definición llega la autora tras el análisis de los distintos tipos de accionistas que integran la cotizada y tras ella expone una distinción de indudable utilidad: los inversores institucionales de primer y de segundo nivel. En la primera categoría sitúa a los institucionales clásicos o tradicionales: instituciones de inversión colectiva, entidades de crédito cuando actúan por cuenta propia, fondos de pensiones, entidades aseguradoras y empresas de servicios de inversión cuando gestionan una cartera propia de valores.

Entre los inversores institucionales de segundo nivel, cita a las entidades depositarias de valores y sociedades gestoras de carteras de terceros, que administran los intereses de sus clientes y les representan en el ejercicio de los derechos del socio. También incluye en esta categoría otros supuestos en los que los institucionales actúan por cuenta de los beneficiarios últimos o titulares reales de las acciones en los supuestos de cesión del derecho de voto, préstamo de valores, la cesión pactada en derivados financieros o la fiducia, entre otros supuestos. E indica, en una afirmación que compartimos, que el papel de estos institucionales debiera ser la actuación en interés de sus clientes y no en el suyo propio, lo que implica el ejercicio del derecho de voto para la obtención de la mejor rentabilidad de la inversión de sus clientes. Pero «pueden existir supuestos en los que estos inversores institucionales de segundo nivel tengan intereses propios en el devenir de la sociedad emisora y esto les lleve a tratar de prevalerse de su posición» (p. 76), con lo que será necesario el establecimiento de mecanismos para evitar conflictos de interés y, de existir estos, gestionarlos, de acuerdo en nuestro Derecho con el art. 523 de la Ley de Sociedades de Capital.

Esta clasificación permite sin duda una aproximación más adecuada a la realidad y la elaboración de propuestas acerca del dilema de la necesidad de establecer medidas en relación con la actuación de estos inversores, o bien no regular esta cuestión de gobierno corporativo, ante la imposibilidad de recoger en la norma la rica variedad que ofrece la práctica. HERRERO MORANT aborda estas cuestiones con soltura y sus propuestas son sensatas y cuidadosamente razonadas.

A lo largo del libro la profesora HERRERO demuestra con datos empíricos que no todos los inversores son iguales ni defienden los mismos intereses. Se deja entrever en sus páginas que quizá la agresividad con la que los hedge funds actúan en ocasiones en los mercados de valores, ha afectado a la imagen de los inversores institucionales y a su tratamiento legal. Indica la autora que esta actuación —que no puede afirmarse ni siquiera en todo caso para los hedge funds—, ha sido fundamental en la imposición del dogma de la ortodoxia cortoplacista que, en teoría, sufren los institucionales. Demuestra a lo largo de esta obra que ello no es cierto, al menos así planteado, en un ejercicio indispensable de responsabilidad (dudar y matizar) para cualquier estudioso del Derecho.

Realizado el atento análisis de la realidad de los mercados estadounidenses y españoles (sin olvidar otros mercados europeos) respecto al régimen jurídico y a la actuación de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas, aborda en el último capítulo el activismo accionarial de estos inversores. Expone lo que denomina «diversos niveles de activismo de los inversores institucionales» y es entonces cuando está en condiciones de elaborar una justificación teórica tanto de la apatía racional como del activismo accionarial de los institucionales. De forma certera, refiere cómo en muchos casos el activismo accionarial no es tal, ya que los institu-

cionales contratan a gestores de fondos externos, lo que crea problemas de agencia de segundo e incluso de tercer nivel.

En la obra se analiza con detalle la Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (impregnada de la ortodoxia cortoplacista que pesa sobre los institucionales) y las consecuencias normativas que tendría su transposición al Derecho español, con especial atención al citado anteproyecto de ley de reforma de la Ley de Sociedades de Capital de 24 de mayo de 2019.

Es de especial relevancia la clasificación de HERRERO MORANT acerca de los distintos mecanismos de activismo accionarial en función de diversos criterios: según su carácter formal e informal, su nivel de influencia, su grado de intensidad y la vía de intervención, en lo que constituye un completo análisis de cómo los inversores institucionales actúan en nuestras sociedades cotizadas. Destaca especialmente el estudio de su actuación con carácter previo, inmediato y posterior a la celebración de la junta general y lo que denomina «intervenciones extraorgánicas», originarias del Reino Unido y con amplia aceptación en aquel país. Estas intervenciones extraorgánicas abarcan desde la solicitud de reuniones con el consejo de administración hasta la publicación de notas de prensa en las que se critica la actuación del consejo o se anuncia su intención futura respecto a alguna materia concreta. O, incluso, los institucionales impulsan la creación de organizaciones para relacionarse con el resto del accionariado, lo que trae a colación el tema de las asociaciones de accionistas.

En el apartado 9 del último capítulo del libro se revisita un tema clásico: la crisis de la junta y el papel de los institucionales al respecto, una cuestión sobre la que la autora expone una abundante literatura jurídica reflejada no solo en este apartado sino también a lo largo de todo su trabajo. Y plantea la cuestión de cómo los institucionales pueden colaborar en la reactivación de la junta general, abordando materias como el derecho a conocer la identidad de los accionistas, el ejercicio del derecho de información o las acciones de voto doble por lealtad, aportando soluciones a numerosos problemas que debieran ser tenidas en cuenta por el legislador.

Especial atención merece el análisis del recurso a los asesores de voto por los inversores institucionales, que la autora considera en muchas ocasiones como excesivo. La legislación estadounidense y en menor medida la española (vid. art. 46 de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, para las sociedades gestoras de IIC, del que es desarrollo reglamentario el citado art. 115.1), prevé en ciertos supuestos la obligatoriedad del ejercicio del derecho de voto por los institucionales en el marco de sus obligaciones fiduciarias. La autora pone de manifiesto la falta de resultados concluyentes sobre este ejercicio, en concreto, acerca de si el voto de los institucionales se alinea con el interés general de la sociedad, pero confirma el uso abusivo de los servicios de los proxy advisors por estos inversores. Ante la incapacidad de los inversores institucionales para gestionar en ocasiones el ejercicio meditado de sus derechos de voto, se recurre al asesoramiento de los asesores de voto, que también se ven desbordados por la coincidencia de la celebración de las juntas generales. Refiere los principales problemas que se plantean al respecto, entre los que destaca la dudosa calidad de sus recomendaciones, «que en muchos casos no dejan de ser el resultado de la aplicación de modelos y estándares, sin que se adapten a la realidad concreta de la empresa analizada ni a la regulación del Estado en el que se localizan» (p. 325). Defiende por ello la sumisión de estos proxy advisors a un régimen de control similar al existente para las agencias de calificación crediticia, aunque quizá no bajo la supervisión de la autoridad europea (ESMA) sino de las autoridades nacionales.

El lector ha de estar especialmente atento a las notas a pie de página que superan ampliamente el millar: no solo ofrecen datos empíricos, sino que también en ellas se recoge la mejor doctrina principalmente estadounidense acerca de la materia objeto del libro, en un ejercicio de erudición cada vez menos frecuente entre los estudiosos de nuestra disciplina —principalmente por falta de tiempo—, que hace que añoremos esas épocas en las que se nos permitían largas estancias de investigación (nunca agradeceré lo suficiente al Estado y a la Universidad pública española su política de becas y ayudas para investigadores en el extranjero) que la profesora HERRERO ha podido disfrutar en la Universidad de Georgetown. Pero como indicara ORTEGA Y GASSET en la recensión al libro de MENÉNDEZ PIDAL, Orígenes del español, publicada en el periódico El Sol el 4 de diciembre de 1926: «Ciencia no es erudición, sino teoría. La laboriosidad de un erudito empieza a ser ciencia cuando moviliza los hechos y los saberes hacia una teoría. Para esto es menester un gran talento combinatorio, compuesto en dosis compensadas, de rigor y de audacia. [...] ¡Señores, una vez más, ciencia no es saber! ¿Cómo va a serlo si el padre de la ciencia, Sócrates, la definía más bien como un docto no saber? El saber es la creencia segura de sí misma, a fuerza de hábito, manía o anquilosis, que posee el hombre no científico. La ciencia consiste en sustituir el saber que parecía seguro por una teoría, esto es, por algo siempre problemático. O dicho de otra manera: ciencia es aquello sobre lo cual cabe siempre discusión». Casi un siglo después, estas palabras siguen vigentes. Y predicables del libro que tengo el honor de prologar.

Cuando en noviembre de 2013 Rebeca HERRERO vino a mi despacho interesándose por la posibilidad de realizar su tesis doctoral, procedente de Valencia, en donde había cursado el doble grado Derecho/ADE y un máster en práctica de Derecho empresarial, percibí inmediatamente su vocación universitaria y pude comprobar ya en esa primera entrevista su fino sentido jurídico y su clara voluntad de realizar la carrera académica incluso contra viento y marea; labor omnia improba vincit y hoy hemos de congratularnos por contar con un nuevo miembro en la comunidad.

Zaragoza, 1 de noviembre de 2019.

Reyes PALÁ LAGUNA
Catedrática de Derecho mercantil

NOTA PRELIMINAR

Este trabajo no habría podido ver la luz sin el magisterio y la inmensa dedicación que le ha prestado la Prof.^a PALÁ LAGUNA. Gracias por ser un ejemplo de vocación académica. Extiendo mi gratitud a los Profs. PERDICES HUETOS y PAZ-ARES, así como a todos mis compañeros de la Universidad Autónoma de Madrid, por haberme guiado durante parte de mi etapa de formación como investigadora. Quiero también agradecer a los Profs. TAPIA HERMIDA, DÍAZ RUIZ y BUESO GUILLÉN su disponibilidad y sus acertados consejos. Asimismo, me gustaría mostrar mi agradecimiento al *Law Center* de la Georgetown University de Washington D. C. donde pude desarrollar una parte esencial de mi investigación y aprender de eminencias como el Prof. BRUMMER.

CAPÍTULO I

LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

1. INTRODUCCIÓN

El éxito del desarrollo económico español, así como del europeo, depende en buena medida de las posibilidades de financiación de sus empresas. En España, las empresas se han financiado tradicionalmente a través de las entidades de crédito, creando un alto nivel de dependencia respecto del sector bancario. Con la llegada de la crisis financiera de 2008¹, las entidades de crédito se vieron afectadas a nivel mundial reduciendo en buena medida su capacidad de otorgar crédito, siendo el caso español uno de los más paradigmáticos². Esta situación colocó en una difícil posición a la gran mayoría de las sociedades españolas³,

¹ A los efectos de este trabajo, situaremos el inicio de la crisis financiera en la quiebra de Lehman Brothers Holdings Inc. (en adelante, Lehman Brothers) el 15 de septiembre de 2008. Con un pasivo de 613.000 millones de dólares, la quiebra de Lehman Brothers es considerada la mayor quiebra de la historia hasta el momento. Este banco de inversión venía arrastrando graves problemas desde 2007 tras la crisis previa de los créditos *subprime*, unida a una asunción de riesgos excesiva y una gestión deficiente (vid. R. J. GILSON y R. KRAAKMAN, «Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs», *Va. L. Rev.*, 100, 458, 2015, pp. 313-375, esp. pp. 314-315). Debido al mencionado antecedente de la crisis de los créditos *subprime*, algunos autores sitúan el inicio de la crisis en el año 2007, pero en nuestra opinión este solo fue uno de los múltiples factores que llevaron a la eclosión de la gran crisis que hemos vivido. Así lo considera TAPIA HERMIDA al tratar de los antecedentes de la normativa actual en materia de gobierno corporativo en A. J. TAPIA HERMIDA, *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, Madrid, La Ley, 2012, p. 68. De igual forma, C. MALLIN, «Institutional investors: The vote as a tool of governance», *JMG*, 16, 2, 2012, pp. 177-196, esp. p. 178.

Debido a las consecuencias que tuvo la quiebra de Lehman Brothers a nivel mundial, con cuantiosas pérdidas en los mercados de valores y grandes devaluaciones respecto a los activos calificados por las agencias de *rating*, se desarrolló por la doctrina la teoría del *too big to fail*. Esta teoría centra sus esfuerzos en tratar de contener los riesgos sistémicos de las grandes sociedades. Se consideran riesgos sistémicos tanto por el tamaño de la sociedad implicada, como por las conexiones financieras y de riesgos que tiene con el resto de operadores del mercado (vid. J. C. COFFEE JR., «The political economy of Dodd-Frank: Why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated», *Cornell L. Rev.*, 97, 5, 2012, pp. 1019-1082, esp. pp. 1056-1062).

² Sobre la situación del sector bancario español durante la crisis, vid. BANCO DE ESPAÑA, *Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria en España: 2008-2014*, 2017, pp. 87 y ss., consultado el 20 de julio de 2019 en https://www.bde.es/ff/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf.

³ D. J. GARCÍA COTO y J. GARRIDO DOMINGO, «Financiación no bancaria de la empresa española a través de los mercados capitales», *Mediterráneo Económico*, núm. 29, 2013, pp. 193-221, esp. p. 194.

haciendo más patente si cabe la necesidad de «desbancarizar» el sistema financiero⁴.

El legislador, tanto nacional como europeo, siempre ha sido consciente de esta necesidad⁵, y tiene como objetivo sempiterno el desarrollo de un sistema normativo que permita impulsar el mercado de capitales y reducir la fuerte dependencia de las sociedades españolas a la financiación bancaria⁶. Se ha buscado continuamente una mayor agilidad y amplitud de funcionamiento para el mercado de valores, sin renunciar a una solidez y transparencia que genere la confianza necesaria para atraer al pequeño ahorrador⁷.

⁴ Con anterioridad a la crisis financiera de 2008 ya existía un cierto movimiento que buscaba «controlar» al sector financiero. En esta línea podemos hablar de los efectos de reformas relativamente recientes antes del estallido de la crisis, como es el caso de la *Sarbanes-Oxley Act* (Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745, de 30 de julio de 2002), así como el movimiento de codificación en materia de gobierno corporativo, aunque tuvieron un efecto mínimo en las entidades de crédito. Sobre esta cuestión, *vid.* J. W. WINTER, «The Financial Crisis: Does Good Corporate Governance Matter and How to Achieve it?», *DSF Policy Paper*, núm. 14, 2011, pp. 1-15, esp. p. 6, consultado el 24 de julio de 2019 en <https://www.ssrn.com/abstract=1972057>.

También dentro de la reforma promulgada a raíz de la *Sarbanes-Oxley Act* se mejoraron buena parte de los requerimientos informativos de las sociedades cotizadas, incluidas las entidades de crédito, extendiendo la regulación existente para las sociedades públicas respecto a su contabilidad, auditoría y transparencia a las sociedades cotizadas [M. ECHEBARRÍA SAENZ, «La responsabilidad del socio por la información solicitada», en A. RONCERO SÁNCHEZ (coord.), F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, J. QUIJANO GONZÁLEZ, A. ALONSO ÚREBA, L. VELASCO SAN PEDRO Y G. ESTEBAN VELASCO (dirs.), *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, vol. I, Cizur Menor (Navarra), Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pp. 225-241, esp. pp. 229-230].

Posteriormente, con la llegada de la crisis financiera, se pondría aún más de manifiesto la debilidad de los sistemas de supervisión prudencial y de requerimientos de información de las entidades de crédito, así como de las ESI.

⁵ El legislador español, alineado con el resto de países de nuestro entorno, consciente de las deficiencias del sistema de supervisión bancaria, optó por una doble vía de actuación: por un lado, reducir la dependencia bancaria de la economía y, por otro, reformar el sistema actual, dando un mayor impulso a los *gatekeepers* buscando otorgar mayor estabilidad al sistema financiero, como se hizo anteriormente con los auditores o los custodios de valores. En la línea de estas medidas surgieron en los Estados Unidos, las reformas efectuadas por la *Dodd-Frank Act* o, en Europa, diversas propuestas legislativas como son la aprobación de la AIFMD o la reforma de MiFID I, entre otras [*vid.* R. PALÁ LAGUNA, «Los intermediarios principales en la “banca paralela”: el control de su actividad respecto a los “hedge funds”», en R. MARIMÓN DURÁ (dir.), *Shadow banking y financiación empresarial alternativa*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2016, pp. 27-49, esp. p. 40].

⁶ Sobre este aspecto, merece la pena hacer referencia a los preámbulos de Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria y del Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, antecedentes de la regulación actual sobre IIC. Ya en la primera norma, la Ley de 15 de julio de 1952, el legislador destaca que ha «persuadido» al gobierno sobre la conveniencia de estimular y movilizar el ahorro nacional hacia la inversión mobiliaria en la industria, siempre necesitada de fondos.

Por otro lado, de los primeros párrafos del Decreto-ley 7/1964 se extrae rápidamente una importante reflexión: el infradesarrollo del mercado de capitales español no es una cuestión de reciente atención, sino que ha sido objeto de interés por parte del legislador desde el desarrollo mismo del moderno sistema económico español hace ya varias décadas. Además, de la lectura de este preámbulo, también se desprende que el legislador es consciente de que la situación económica española desde los años de la posguerra hasta prácticamente ese momento no permitió llevar a la práctica un desarrollo del mercado bursátil que funcionara como una alternativa real a la financiación bancaria. Por último, tampoco era el contexto más adecuado para que se desarrollara la inversión individual o colectiva por parte de particulares o pequeños inversores, cuando aquellos justo empezaban a superar los problemas económicos derivados de la Guerra Civil, a los que se sumaron años de autarquía y economía dirigida. Sobre esta debilidad de nuestro mercado de capitales ya trató a principios de la década de los setenta, R. TRÍAS FARGAS, «Los inversores institucionales en el mercado de valores», en VVAA, *Jornadas de estudios sobre el reglamento de bolsines oficiales de comercio*, Valencia, Facultad de Derecho-Universidad de Valencia, 1972, pp. 39-57, esp. pp. 43-45.

⁷ Además, muchos economistas han demostrado que solo mediante el desarrollo de los mercados de capitales se consiguen efectos positivos en el crecimiento empresarial y en la economía en su con-

Entre algunas de las medidas recientes a nivel europeo destaca la creación de la «Unión del Mercado de Capitales», la cual tiene como objetivo facilitar la financiación de las empresas vía mercados de capitales o a través de instituciones financieras no bancarias⁸. En nuestro país, la financiación a través de instituciones financieras no bancarias ha sido desarrollada, entre otras, por la aprobación de la normativa sobre las entidades de capital-riesgo⁹. También destacan medidas como la puesta en marcha en 2013 del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que junto al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) ofrecen dos alternativas de financiación basadas en el mercado de capitales¹⁰.

Como vemos, la cotización en las bolsas españolas no deja de ser una alternativa más para la financiación de grandes sociedades, opción en la que son los accionistas los proveedores de financiación de las sociedades emisoras. Obviamente, esta no es una opción nueva, pero no hay que olvidar que tradicionalmente la proporción de financiación vía mercado de capitales de nues-

junto. Vid. C. SHEN y C. LEE, «Same Financial Development Yet Different Economic Growth: Why?», *JMCB*, 38, 7, 2006, pp. 1907-1944, esp. pp. 1907 y 1940-1941. Los mencionados autores incluso señalan que el desarrollo del mercado bancario podría ser negativo para el crecimiento económico. Por su parte, S. LANGFIELD y M. PAGANO, «Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth», *Economic Policy*, 31, 85, 2016, pp. 51-106, esp. pp. 75 y 94, también refieren la correlación negativa existente entre el crecimiento económico (tomando como referencia el PIB nacional) y el ratio existente entre la financiación bancaria y del mercado de capitales. Los autores de este trabajo apuntan a un posible desarrollo excesivo de los sistemas bancarios europeos y a su especial vinculación con la financiación de viviendas.

Esta vía de financiación a través del mercado de valores también permitiría conseguir mejores resultados a la hora de promover la innovación y la productividad, así como la financiación de nuevas fuentes de crecimiento. Vid. EUROPEAN CENTRAL BANK, «Financial Integration in Europe», *Annual Report on Financial Integration in Europe*, mayo 2018, p. 65, consultado el 7 de agosto de 2019 en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf>.

En esta línea, y centrándonos en el objeto de estudio de este trabajo, el desarrollo de los mercados de valores también lleva aparejado fuertes correlaciones positivas entre la mejora del gobierno corporativo y la participación de inversores institucionales en las sociedades en las que invierten y su crecimiento económico, especialmente respecto al desarrollo de innovaciones en el contexto empresarial. Vid., al respecto, P. AGHION, J. VAN REENEN y L. ZINGALES, «Innovation and institutional ownership», *Am. Econ. Rev.*, 103, 1, 2013, pp. 277-304, esp. pp. 279 y 294-295, y H. SAPRA, A. SUBRAMANIAN y K. V. SUBRAMANIAN, «Corporate Governance and Innovation: Theory and Evidence», *J. Fin. Quant. Anal.*, 49, 4, 2014, pp. 957-1003, esp. p. 963.

⁸ Sobre la definición y objetivos de la Unión del Mercado de Capitales, vid. la Comunicación de la Comisión sobre el *Plan de acción para la creación de un mercado de capitales* (EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the «Action plan on building a capital markets union»*, de 30 de septiembre de 2015) y la Comunicación de la Comisión sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales (EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the «Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan»*, de 8 de junio de 2017). En la doctrina, puede consultarse el trabajo de A. F. MUÑOZ PÉREZ, «La Unión Europea del Mercado de Capitales: hacia un modelo de financiación basada en el mercado», *La Ley Mercantil*, núm. 14, 2015, pp. 1-19, esp. pp. 1-2.

⁹ Sobre dicha normativa, vid. A. J. TAPIA HERMIDA, «La reforma de la regulación de la inversión colectiva mediante la Ley 22/2014 y el Real Decreto 83/2015», *RDMV*, núm. 16, 2015, pp. 1-42, esp. p. 4; M. S. NAVARRO LÉRIDA, «La reforma de las entidades de capital riesgo. La entidad de capital riesgo-pyme», en C. ALONSO LEDESMA (dir.), I. FERNÁNDEZ TORRES, M. S. NAVARRO LÉRIDA y R. PALÁ LAGUNA (coords.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, pp. 443-464, esp. pp. 444 y ss.; J. AMANTEGUI, S. AZZOUZI y T. GARCÍA, «Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español», *Anuario de Capital Riesgo 2014*, 2015, pp. 67-82, esp. pp. 68-70, y A. MARTÍNEZ CAÑELLAS, «La nueva regulación de las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado», *RdS*, núm. 44, 2015, pp. 401-414, esp. pp. 403-407.

¹⁰ D. J. GARCÍA COTO y J. GARRIDO DOMINGO, «Financiación no bancaria...», *op. cit.*, pp. 201-203.

tras empresas era reducida frente a su penetración en economías de nuestro entorno¹¹.

Un impulso del mercado de capitales no solo llevará aparejado un incremento de la participación de inversores individuales, sino que también, y en mayor medida, se espera que se incremente la inversión colectiva y profesional, representada principalmente por los inversores institucionales.

Centrándonos en concreto en los sujetos objeto de estudio de este trabajo, los inversores institucionales, podemos afirmar que, a pesar de los excelentes porcentajes de participación de inversores institucionales en otras economías, o incluso de inversores institucionales en nuestro mercado bursátil, lo cierto es que la intervención de los inversores institucionales de origen nacional es aún reducida¹². Sin embargo, a pesar de esta realidad, tradicionalmente la doctrina española, siguiendo la estela de los académicos estadounidenses, ha confiado en estos accionistas para impulsar la reactivación de las juntas generales de

¹¹ Sobre la excesiva dependencia bancaria en materia de financiación a mediados de la crisis financiera de 2008, se puede consultar BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), «Contra el déficit de financiación: más mercado», *RBME*, tercer trimestre 2012, pp. 28-43, esp. pp. 30-40, consultado el 8 de agosto de 2019 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/4664_Contra_el_deficit_de_financiacion_mas_mercado. Podemos señalar que el porcentaje de financiación bancaria de las empresas españolas alcanzaba el 70 por 100 aproximadamente en 2012, frente al 25 por 100 en los Estados Unidos. También se hacen eco de esta situación R. PALÁ LAGUNA y C. CUERVO ARANGO, «Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa», en VVAA, *Anuario de Capital Riesgo 2014*, Madrid, 2015, pp. 83-113, esp. pp. 86-90.

Sin embargo, las medidas que se han ido tomando en los últimos años para reducir la dependencia respecto del mercado del crédito de nuestras sociedades cotizadas, parece que van teniendo efecto en los mercados. De forma que, en un informe más reciente de BME sobre la financiación de las grandes sociedades, se indica que la proporción de la financiación bancaria ha conseguido llegar a representar solo un tercio de los pasivos financieros de las sociedades cotizadas, cuando hace siete años se situaba en más del 50 por 100 [BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Financiación de las grandes cotizadas-Informe 2017*, consultado el 20 de julio de 2019 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5294_La_estructura_de_la_financiacion_de_las_grandes_cotizadas_se_acerca_al_modelo_anglosaj%C3%B3n].

¹² Si en el año 2016 la participación de los inversores extranjeros en la Bolsa se situaba en un 43,1 por 100, de los cuales la mayoría pueden conceptuarse como inversores institucionales, a finales de 2018 esta cifra rozaba la mitad de la participación total con un 48,1 por 100. Destaca la presencia del fondo soberano de Noruega, cuya inversión solo en empresas del Ibex-35 supera ya los 9.000 millones de euros, seguido por BlackRock, uno de los mayores gestores de fondos de inversión a nivel internacional.

A los inversores no residentes les siguen las empresas no financieras que retienen un 20,5 por 100 de participación. Hasta 2016 en esta segunda posición se encontraban las familias, que han visto decrecer su participación hasta un 17,2 por 100 en 2018, su menor participación en sociedades cotizadas españolas desde al menos 1992 (según la serie histórica que maneja BME). La participación de entidades de inversión colectiva, aseguradoras y otras entidades financieras distintas de las de crédito permanece más o menos constante en los últimos años, situándose en 2018 en el 7,9 por 100. La Administración Pública continúa con una participación de alrededor de un 3 por 100 desde 2016, al igual que las entidades de crédito que llegaron a su mínimo histórico de un 3 por 100 de la propiedad de las acciones en 2016 y permanecen en ese mismo valor para 2018. Por último, cabe señalar que el conjunto de los inversores institucionales españoles (según la definición que manejaremos en este trabajo) apenas llega al 11 por 100.

Los datos reseñados han sido extraídos de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas 2018, 2019*, consultado el 24 de julio de 2019 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5343_La_mitad_de_la_Bolsa_espa%C3%B1ola_ya_est%C3%A1_en_manos_de_los_no_residentes, y de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Propiedad de acciones españolas cotizadas de 2016*, consultado el 20 de julio de 2019 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5267_Propiedad_de_acciones_espa%C3%B1olas_cotizadas_2016_Nuevo_r%C3%A9cord_de_los_inversores_extranjeros_con_el_43_1_.

accionistas¹³. Por tanto, el incremento de la presencia de los inversores institucionales podría conllevar una mejora de la situación de las grandes sociedades españolas por dos motivos: tanto por el hecho de suponer una alternativa a la financiación bancaria al incrementar su participación en el mercado de capitales, como por el hecho, si se demuestra, de mejorar el gobierno corporativo de estas sociedades.

En este trabajo vamos a estudiar si la influencia de los inversores institucionales va más allá de la mera participación en la capitalización de nuestras sociedades cotizadas y, por tanto, se puede afirmar que son un elemento para la renovación del órgano de representación de la voluntad de los accionistas, la junta general o, si por el contrario, no se puede esperar tanto de estos accionistas. Para ello, en primer lugar, tendremos que analizar qué se entiende por inversor institucional en una sociedad cotizada, aspecto del que tratará este capítulo.

2. EL INVERSOR INSTITUCIONAL COMO ACCIONISTA. BREVE DESCRIPCIÓN DE LA FIGURA DEL ACCIONISTA

Para poder definir qué es un inversor institucional a los efectos del Derecho de sociedades, primero debemos situarlo como accionista de una sociedad. Los inversores institucionales tendrán multitud de instrumentos financieros en su cartera de inversión, sin embargo, a los efectos de este trabajo, únicamente nos vamos a centrar en su papel como inversores en sociedades cotizadas y, especialmente, en aquellas de origen nacional. La condición de socio de los inversores institucionales, accionista en el caso de las sociedades anónimas, se evidencia con carácter general a través de la titularidad de las acciones, ya estén representadas por medio de título ya como anotación en cuenta¹⁴.

La posición de socio atribuye una igualdad de derechos dentro de la «democracia» societaria, aunque ha de matizarse esta afirmación¹⁵. De esta forma, en una misma clase de acciones, los accionistas tienen los mismos derechos pro-

¹³ Obras clásicas en nuestra doctrina al respecto de esta afirmación son las de J. M. GARRIDO GARCÍA, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Zaragoza, Studia Albornotiana-Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, 2002, y M. TRÍAS SAGNIER, *Los Inversores Institucionales y el Gobierno de las Grandes Sociedades*, Madrid, McGraw Hill, 1998. Aunque con anterioridad ya se había tratado sobre este tipo de inversores en nuestra doctrina, de los cuales cabe destacar los trabajos de J. M. DE PAZ ARIAS, «Los inversores institucionales como medio de resolución del conflicto de intereses entre administradores y accionistas en la sociedad abierta», *RDBB*, núm. 60, 1995, pp. 857-919; F. G. SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1996; A. J. TAPIA HERMIDA, «Institutional Investors and Corporate Control in Spanish Perspective», en B. THEODOR, R. M. BUXBAUM y K. J. HOPT, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin, Walter de Gruyter, 1994, pp. 399-464.

En el mundo de la economía los estudios sobre los inversores institucionales como sujetos clave en el accionariado de las sociedades cotizadas llegaron con anterioridad a España. Ya en los años setenta se pueden reseñar los trabajos de L. DELANNEY, «Las nuevas técnicas de inversión —inversores institucionales— y las bolsas», en M. A. VALLVÉ-RIBERA DE HORTALÁ (coord.), *Lecturas sobre bolsa*, Madrid, Ministerio de Hacienda e Instituto de Estudios Fiscales, 1977, pp. 377-392; y el ya citado de R. TRÍAS FARGAS, «Los inversores institucionales en el mercado de valores», *op. cit.*, pp. 46-50.

¹⁴ Tal y como se recoge en el art. 91 de la LSC, son las acciones las que confieren la condición de socio. Por todos, sobre la acción como conjunto de derechos, *vid.* A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Artículo 48», en R. URÍA GONZÁLEZ, A. MENÉNDEZ MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA RUIZ, *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, vol. 1, t. 4, Madrid, Civitas, 1994, pp. 97-246, esp. pp. 98 y ss.

¹⁵ *Vid.* J. GARRIGUES, *Nuevos hechos, nuevo Derecho de sociedades anónimas*, Madrid, Revista de Derecho Privado, 1933, p. 23.

porcionalmente a su participación¹⁶. Sin embargo, este régimen teóricamente democrático con el tiempo ha ido perdiendo esa configuración en pos de una suerte de oligarquía¹⁷, un régimen donde una parte de los miembros de la sociedad, los administradores o un grupo reducido de accionistas, hacen prevalecer su posición sobre el resto de accionistas, controlando *de facto* la sociedad por su cuenta¹⁸. Un sistema donde incluso los porcentajes de participación en el capital social dejan de ser directamente proporcionales al peso específico que se ejerce en la junta¹⁹.

Fruto de esta crisis del principio de igualdad de los accionistas surgieron las diversas tipologías de accionistas, clasificados según los diferentes derechos asociados a cada una de ellas. Así en primer lugar, se encuentran los pequeños accio-

¹⁶ En este punto es imprescindible entender que la posición jurídica del socio se basaba en el principio de paridad de trato: los socios, o accionistas en nuestro caso, son iguales si hay igualdad de circunstancias, prohibiéndose el trato desigual y arbitrario si no hay un fundamento que lo justifique. Sobre el principio de paridad de tratamiento, por todos, A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Artículo 49», en R. URÍA GONZÁLEZ, A. MENÉNDEZ MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA RUIZ, *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, vol. 1, t. 4, Madrid, Civitas, 1994, pp. 247-286, esp. pp. 258-274.

Sin embargo, las circunstancias pueden ser distintas, y si así ocurre, los derechos y obligaciones de los socios variarán en esos casos (art. 97 LSC: «La sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas»). De esta forma, la primera diferencia que puede surgir entre los diversos accionistas será respecto a la proporcionalidad de la participación de los mismos una vez la sociedad ya está fundada. *Vid.* J. GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades*, Madrid, Marcial Pons, 1976, p. 294.

¹⁷ Sobre la transformación de la junta general de un régimen democrático a un régimen, según varios autores, plutocrático, una suerte de oligarquía de los más pudientes, hablaremos más adelante al tratar la crisis de la junta general de accionistas en el epígrafe 9.2 del capítulo IV.

¹⁸ Esta cuestión hace referencia a los clásicos problemas de agencia sobre los que trataremos más detenidamente al estudiar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. En cualquier caso, entre nosotros, como veremos, destaca el profesor GARRIGUES, que se anticipó a la hora de señalar los clásicos problemas de agencia en las modernas sociedades mercantiles (J. GARRIGUES, *Nuevos hechos, nuevo Derecho...*, *op. cit.*, pp. 55 y ss.). No obstante, para tratar el problema de agencia y su tesis sobre la separación de la propiedad y control, tradicionalmente es referencia necesaria la obra de A. A. BERLE y G. C. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, McMillan, 1932.

Desde una perspectiva actualizada y comparada entre distintos ordenamientos, *vid.* J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, «Agency Problems and Legal Strategies», en VVAA, *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3.ª ed., Oxford, Oxford University Press, 2017, pp. 29-47, esp. pp. 29-31. En este trabajo se diferencian tres niveles de problemas de agencia que pueden darse: un primer nivel de problema de agencia entre accionistas y administradores, un segundo nivel entre accionistas de control y accionistas de no control y, por último, un tercer nivel entre accionistas y terceros vinculados contractualmente.

¹⁹ Así, el profesor EISENBERG recordaba que el Derecho societario no está articulado sobre la base del principio un hombre-un voto sino respecto al principio una acción-un voto, de forma que se desmitifica la democracia societaria (M. A. EISENBERG, «The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decision making», *Cal. L. Rev.*, 57, 1, 1969, pp. 1-181, esp. pp. 44-46).

Asimismo criticaba la idea de la existencia de un accionista medio en el estudio de los derechos derivados de las acciones, pues no es lo mismo un accionista con un porcentaje que le permita tomar decisiones en el seno de la junta general de accionistas que los derechos que pueda tener un accionista medio que tiene un porcentaje prácticamente simbólico. Incluso no tendrán el mismo peso real dos accionistas con un mismo porcentaje de participación en dos sociedades distintas, una de capital concentrado y otra de capital disperso, ya que la capacidad para poder controlar la sociedad estará afectada también, entre otras circunstancias, por la presencia de accionistas de control o del grado de dispersión del accionariado. Sobre el manejo de los conceptos de mayoría y minoría y de cómo estos conceptos no son absolutos en el Derecho de sociedades, *vid.* D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, Paris, Sirey, 1970, p. 2.

Entre nosotros, sobre la atribución de derechos diferentes a las diferentes clases de acciones, *vid.* A. B. CAMPUZANO, «La tutela de las clases de acciones en la sociedad anónima», en M. J. MORILLAS JARILLO, P. PERALES VISCASILLAS y L. J. PORFIRIO CARPIO (dirs.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, Getafe, Universidad Carlos III de Madrid, 2015, pp. 592-613, esp. pp. 595-600.

nistas o accionistas minoritarios²⁰; y, en el extremo opuesto, se encontrarían los accionistas mayoritarios o de control²¹.

Centrándonos en los pequeños accionistas, a la vista de su incapacidad para ejercer algún tipo de control societario, su falta de información y, en algunos casos, su carencia de conocimientos técnicos para gestionar correctamente y de forma diversificada sus carteras de inversión, con el tiempo fueron requiriendo del asesoramiento y los servicios de profesionales de la inversión para gestionar correctamente sus ahorros (teniendo en cuenta principalmente, aunque no de forma exclusiva, los beneficios de la diversificación de riesgos). Estos profesionales se encargarían, de esta manera, de agrupar pequeños capitales de ahorradores individuales para alcanzar grandes volúmenes de capital que les permitieran lograr una inversión más diversificada, rentable y con menores riesgos. En general, podemos hablar del recurso a los servicios de lo que conocemos como inversores institucionales para cubrir esas necesidades por parte de los pequeños inversores²².

De este modo, la sociedad cotizada acabó dividiéndose en dos clases diferenciadas de accionistas dentro de la gran masa de accionistas sin capacidad de control (al menos inicialmente): los accionistas institucionales y los accionistas individuales²³. Con el tiempo, algunos de estos accionistas institucionales fueron adquiriendo mayor control, más implicación en la gestión de las sociedades en las que invierten, por lo que se fueron distanciando cada vez más de los accionistas minoritarios para convertirse en un tipo de accionistas en sí mismos²⁴. A con-

²⁰ Hay que matizar que no se trata de una minoría a nivel societario, sino más bien a nivel de control o de la junta general. El Derecho de sociedades y, en particular, las cuestiones de protección de la minoría buscan proteger al accionista ausente o a aquel que no solo es apartado de la dirección sino que queda sometido a las decisiones de la mayoría sin que pueda oponerse con facilidad. Vid. J. GARRIGUES, «La protección de las minorías en el Derecho español», *RDM*, núm. 72, 1959, pp. 249-268, esp. p. 265.

²¹ La tipificación en nuestro Derecho de la figura de los accionistas minoritarios surge fundamentalmente como medida de protección frente a los posibles abusos de la mayoría respecto a estos accionistas, vid. J. F. DUQUE DOMÍNGUEZ, *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*, Valladolid, Universidad de Valladolid, 1957, pp. 2-10, y J. GARRIGUES, «La protección de las minorías...», *op. cit.*, p. 251.

Otros autores también señalan como origen de la protección de la minoría la reacción al principio mayoritario que rige en la junta general de las sociedades. *De facto* se convierte en la protección de los propietarios, especialmente los de menor tamaño, contra los administradores o los accionistas mayoritarios según el caso (los denominados «controladores de la riqueza»), vid. J. J. DE SOTO CARNIAGO, «Protección de la minoría y censor minoritario en la sociedad anónima», *Anuario de la Facultad de Derecho-Universidad de Extremadura*, núm. 5, 1987, pp. 443-498, esp. p. 446.

²² Algunos de los vehículos utilizados para este fin pueden ser los fondos de inversión, pero también será habitual la utilización de fondos de pensiones, ya que el carácter de inversión a largo plazo no suele ser un problema para los pequeños inversores [J. QUIJANO GONZÁLEZ, «La inversión institucional y su incidencia en la estructura accionarial de las grandes corporaciones», en M. A. AGÚNDEZ y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS (dirs.), y R. MATEU DE ROS (coord.), *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, vol. 9, Las Rozas (Madrid), La Ley, 2011, pp. 25-45, esp. p. 30].

²³ Una de los primeros ejemplos de diferenciación dentro de los accionistas minoritarios, separando los inversores institucionales de los accionistas individuales la podemos encontrar en el Informe Olivencia cuando se llega a recomendar que se dé, por parte del consejo de administración, un trato privilegiado a los inversores institucionales. Vid. J. L. DE UROQUIO Y DE LA PUENTE y A. CRESPO DE LA MATA, *El consejo de administración. Conducta, funciones y responsabilidad financiera de los consejeros*, Bilbao, Ediciones Deusto, 1998, p. 556.

²⁴ Sobre este progresivo abandono de la tradicional pasividad de los accionistas minoritarios por parte de algunos de estos accionistas institucionales, vid. A. RONCERO SÁNCHEZ, «Los inversores institucionales y el denominado “gobierno corporativo”», en G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 665-705, esp. pp. 683-684. Es más, este autor llega a definir a los que en adelante denominaremos como inversores institucionales como «accionistas

tinuación trataremos con más detenimiento las diferentes clases de accionistas presentes en las sociedades, especialmente en el caso de las sociedades cotizadas, de forma que podamos señalar cuales son las principales diferencias entre ellas.

3. EL CONCEPTO DE INVERSOR INSTITUCIONAL

Para poder continuar con el desarrollo de nuestra investigación, un paso necesario es definir al inversor institucional. Esta tarea no es tan fácil como podría parecer ya que, como veremos, no existe una definición legal unívoca para este tipo de accionistas ni tampoco está de acuerdo la doctrina sobre qué tipo de entidades se deben incluir dentro de este grupo de inversores.

Hemos querido dividir este análisis en tres fases, siendo la primera la más general e intuitiva, en la que simplemente trataremos de situar a los inversores institucionales dentro de las diferentes categorías de accionistas. En segundo lugar, incluiremos un breve estudio sobre las definiciones legales de los inversores institucionales para terminar, en último lugar, con una puesta en común de algunos de los conceptos y clasificaciones de inversores institucionales planteados por la doctrina y la inclusión de una propuesta de definición como hipótesis de trabajo.

3.1. Los inversores institucionales como accionistas en el Derecho positivo español

Creemos que la mejor forma de iniciar una aproximación a la definición de inversor institucional pasa necesariamente por recordar someramente algunas de las clasificaciones de accionistas recogidas en nuestro Derecho positivo, de forma que al incluirlos en cada una de esas clasificaciones podamos extraer algunas de sus características.

Debemos anticipar, en primer lugar, que únicamente vamos a analizar los tipos de accionistas presentes en las sociedades cotizadas españolas, ya que se trata del contexto societario donde principalmente actúan los inversores institucionales. En este aspecto, habrá de tenerse en cuenta que los accionistas de las cotizadas presentan en muchas ocasiones niveles de información e intereses diferentes de los que puedan tener los accionistas de sociedades no cotizadas, por lo que surgen categorías diferentes a las que existen en sociedades de menor tamaño y complejidad²⁵.

Con carácter general, dentro del Derecho societario, podemos clasificar los diferentes tipos de accionistas atendiendo a tres criterios. La primera clasificación toma en consideración la clase de acciones suscritas, en la segunda clasificación se tiene en cuenta el volumen de inversión, es decir, el porcentaje de participación en el capital social, mientras que la tercera clasificación diferenciará

en tránsito a accionistas de control», ya que no solo irán tomando mayores posiciones para solicitar un mayor cumplimiento de las normas de gobierno corporativo, sino también para imponer sus propias normas de conducta en una suerte de toma de control (*ibid.*, pp. 685 y 689).

²⁵ Uno de los aspectos claves diferenciadores de los tipos de accionistas se encuentra en su interés para formar parte del proceso de toma de decisiones en el seno de la sociedad, según P. ROSE y B. SHARFMAN, «Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance», *BYU L. Rev.*, núm. 5, 2014, pp. 1015-1051, esp. pp. 1030-1031. Para los autores de este trabajo, este aspecto presenta mayor variabilidad en el contexto de las grandes sociedades, lo que supone que surjan más tipos de accionistas que en una sociedad de tamaño pequeño o mediano.