



Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales

Alex Bardají

El enorme crecimiento de los activos gestionados por inversores institucionales durante las últimas décadas, ha tenido como consecuencia que gran parte del accionariado de las principales compañías cotizadas se haya concentrado entre este tipo de inversores. Este hecho condiciona los mecanismos de control y de gobierno entre los gestores de las compañías, sus consejos de administración y accionistas. De este modo, analizaremos las prácticas de buen gobierno corporativo y los incentivos de los inversores institucionales para comprometerse con ellas.

Como enuncia Robert Monks, uno de los precursores del activismo accionarial, «un factor que puede marcar la diferencia por parte de un directivo de empresa entre tomar una decisión inteligente y una de estúpida es el gobierno corporativo»¹.

El gobierno corporativo se define tradicionalmente como el sistema a través del cual son dirigidas y controladas las relaciones entre los gestores de las compañías, el consejo de administración, los accionistas y otros grupos de interés con el fin de crear valor a largo plazo.

De este modo, lo que se gestiona es la «relación de agencia» entre accionistas (principal) y equipo directivo (agente), y la función de representación, guía y supervisión del consejo de administración. Esta relación contractual definida por Jensen y Meckling² en 1976 (posteriormente ampliada por el reciente ganador del premio Nobel, el profesor Holmström) desarrolla cómo ambas partes, tanto el principal como el agente, buscan maximizar su propio interés y cómo el agente no siempre actúa en beneficio del principal, motivo por el cual es necesario dotar a la relación de unos incentivos y mecanismos de control³.

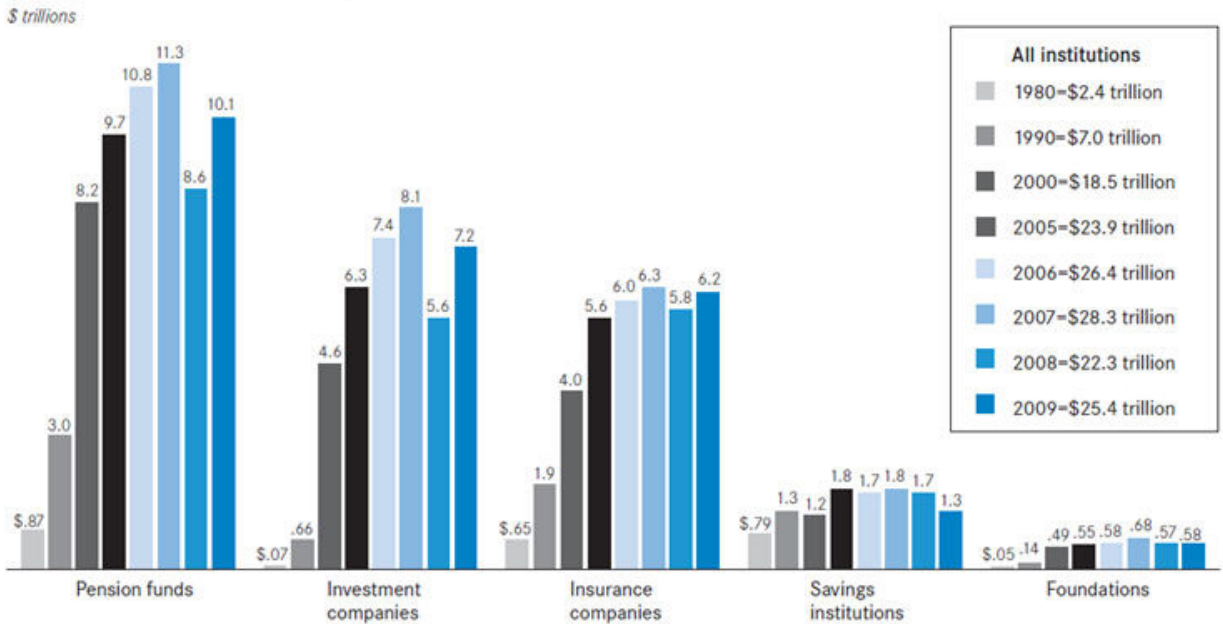
La importancia del gobierno corporativo se evidenció especialmente en 2002 a raíz de una serie de prácticas desleales, escándalos contables y fraudes que tuvieron como resultado la pérdida de miles de puestos de trabajo, investigaciones criminales a docenas de directivos, la quiebra de grandes compañías como Enron o WorldCom y la destrucción de miles de millones de dólares de accionistas e inversores.

Como respuesta a estas malas prácticas surgieron en cada legislación nuevas regulaciones intentando modular las relaciones entre directivos, accionistas y consejeros, como la conocida Sarbanes-Oxley Act (2002) en Estados Unidos, así como códigos de buenas prácticas como el Informe Aldama (2003) y posteriores en España.

Posteriormente, en los años 2008 y 2009 se repitieron casos de malas prácticas, pero esta vez afectando especialmente a empresas del sector financiero, aunque las consecuencias salpicaron a gran parte de la economía mundial. Estos escándalos fueron igualmente seguidos por una nueva ola de regulación en la mayoría de legislaciones: Dodd-Frank Act y The Volker Rule en Estados Unidos y EMIR, AIFMD, MiFID II y MIFIR en la Unión Europea.

Gráfico 1

Institutional asset growth (by type of institution), 1980-2009



Note: "Savings institutions" includes savings and loan associations, mutual savings banks, and federal savings banks. As of 2008, the Federal Reserve System discontinued reporting data on bank trusts and estates, which were previously computed under this category of institutional investors.

Source: The Conference Board, 2010. Calculated from data provided by: the Board of Governors, Federal Reserve System; the Employee Benefit Research Institute (EBRI); and the Foundation Center.

Fuente: Conference Board Research Report

Los inversores institucionales

Comúnmente, se entiende por inversores institucionales aquellos vehículos de inversión gestionados por profesionales ya sea en su forma de fondos de pensiones, carteras de seguros, fondos de inversión o *endowments*⁴.

Entre el 1987 y 2009, el accionariado en manos de inversores institucionales en las 1.000 primeras compañías cotizadas de Estados Unidos pasó del 46,6% al 73%. En el 2009, las 25 compañías de mayor capitalización tenían una participación accionarial por parte de inversores institucionales por encima del 60%⁵. Este peso importante de los inversores institucionales condiciona los mecanismos de control y de gobierno entre los gestores de las compañías, sus consejos de administración y accionistas.

A continuación, el gráfico 2 muestra la presencia de los inversores institucionales en las 25 mayores compañías de Estados Unidos a fecha de marzo 2010.⁶

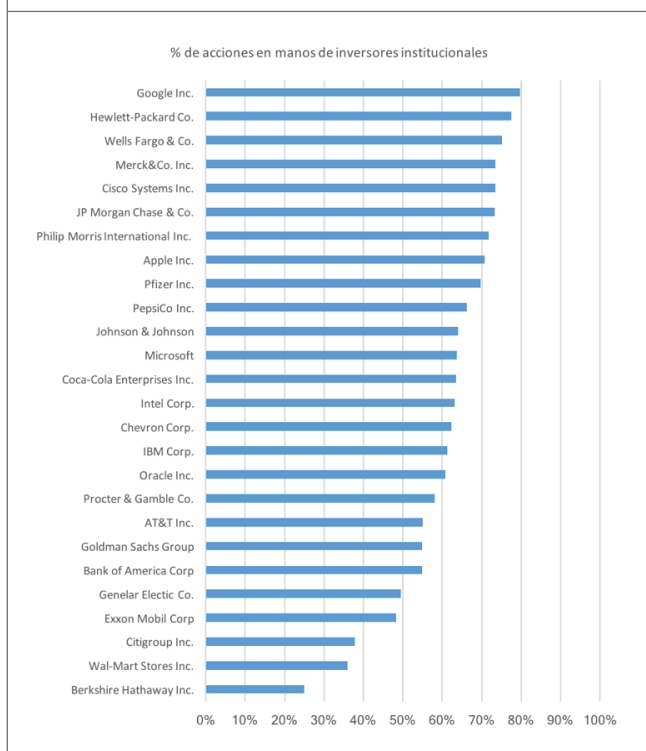
En el gráfico 3 se muestra, con datos del año 2016, la presencia de los inversores institucionales en las empresas cotizadas en función del tamaño de éstas, según publicó ProxyPulse en 2016. Como vemos, la presencia de inversores institucionales es especialmente significativa en aquellas compañías de mayor tamaño.

Después de la crisis financiera, la Comisión Europea redactó

una propuesta de directiva como resultado de las consultas que llevó a cabo en los libros verdes sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración (2010) y sobre la normativa de gobierno corporativo de la UE (2011). En ella se exponía: «En los últimos años se han puesto de manifiesto algunas deficiencias en la gobernanza de las empresas europeas cotizadas. Se trata de deficiencias que guardan relación con distintos agentes: las empresas y sus órganos de administración, los accionistas (inversores institucionales y gestores de activos) y los asesores de voto. Se refieren fundamentalmente a dos problemas: la insuficiente implicación de los accionistas y la falta de la debida transparencia».⁷

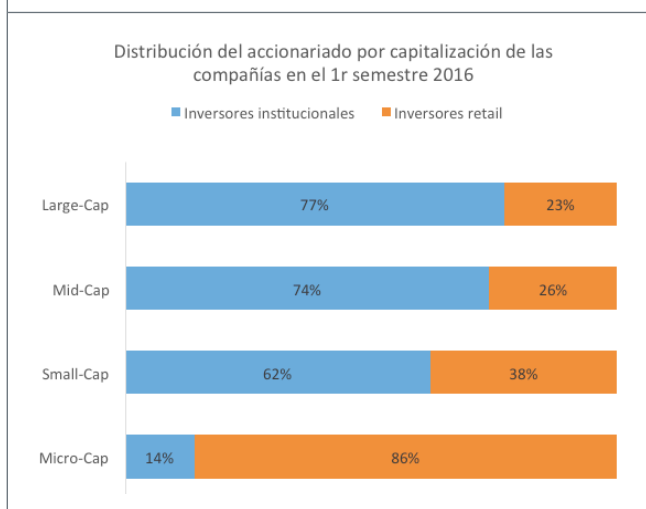
De este modo, las conclusiones de la Comisión Europea apuntaban por primera vez también a los accionistas. Por un lado, la Comisión reportaba que los accionistas habían apoyado una asunción excesiva de riesgos a corto plazo por parte de los gestores de las compañías; y por otro, que a menudo los inversores institucionales no se centraban suficientemente en los resultados reales (a largo plazo) de las sociedades, sino en las fluctuaciones de los precios de las acciones, lo cual daba lugar a un rendimiento menor para los beneficiarios finales de los inversores institucionales y sometía a las empresas a presiones a corto plazo. Con

Gráfico 2



Fuente: Oxford Handbook on Corporate Law and Governance

Gráfico 3



Fuente: ProxyPulse

estas afirmaciones la Comisión se basaba en el supuesto de un gobierno corporativo por el que los accionistas se comprometen y apoyan a aquellos gestores que buscan el valor a largo plazo de la compañía. Esta teoría es compartida entre gestores de renombre, sobre todo aquellos que tienen un sesgo por la inversión por fundamentales^{8,9}.

No obstante, nos podemos remitir a las teorías de Berle y Means (1932), en la que ya exponen que los accionistas de empresas cotizadas con el accionariado disperso no llevan a

cabo esta función de respaldo a los gestores¹⁰. De hecho, el derecho societario y los diversos códigos de buen gobierno han intentado solucionar esta deficiencia de compromiso de los accionistas aportando la figura de los consejeros independientes: puesto que los accionistas no controlan a los gestores, se necesita a una figura que proteja a estos accionistas «pasivos».

Incentivos inadecuados y medidas legislativas

En el argot del gobierno corporativo, el vender las acciones de una compañía por discrepancias con el equipo gestor es lo que se conoce como «votar con los pies». Son varios los académicos que argumentan que es la falta de incentivos lo que lleva a los inversores institucionales a la pasividad frente a su rol de accionistas en el gobierno corporativo de las empresas¹¹. El propio negocio de la industria de gestión de activos facilita que sean varios los motivos por los que no valga la pena, por parte de los gestores de fondos, una implicación mayor en el gobierno corporativo de las empresas o el llevar a cabo acciones beligerantes votando en contra de las propuestas promovidas por la dirección. Es por eso que, en caso de no estar de acuerdo con la gestión de la dirección, la primera opción de los inversores institucionales sea la desinversión.

El primer motivo para «votar con los pies» es debido al hecho de que llevar una actividad beligerante con la dirección de una compañía supone dedicar recursos que pueden beneficiar a muchos otros accionistas pasivos, originando de este modo casos de «apatía racional» (cuando los costes privados exceden a los beneficios privados) y al problema del oportunista (cuando los accionistas evitan incurrir en costes esperando que otros accionistas asuman ese coste); especialmente teniendo en cuenta que muchas carteras de activos están muy diversificadas por el número de compañías invertidas. El segundo motivo, los costes de coordinación entre accionistas son más elevados cuando más diversificado es el accionariado. El tercer motivo, llevar a cabo acciones beligerantes puede dificultar el acceso a los directivos de las empresas por parte de los gestores de fondos, además éstos pueden tener conflictos de interés en el caso de gestionar fondos de pensiones de ciertas empresas, o estar relacionados con entidades financieras con las que las empresas puedan tener otro tipo de actividad. El cuarto motivo, los gestores de fondos están especializados en seleccionar las mejores inversiones en vez de entrar en el día a día de los aspectos de gobierno corporativo de las compañías.

Con el fin de corregir esta falta de compromiso a nivel de gobierno corporativo por parte de los inversores institucionales, el 17 de mayo de 2017, se aprobó la Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, 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. En ella se proponen una serie de medidas a llevar a cabo por parte de accionistas, gestores de fondos e intermediarios entre las cuales están:

- integrar el compromiso accionarial en sus políticas de inversión,
- ejercer los derechos de voto,
- utilizar asesores de voto,
- abrir líneas de diálogo con las compañías o
- cooperar con otros accionistas.¹²

Estas medidas empujan cada vez más a los inversores institucionales a llevar a cabo actividades de responsabilidad y seguimiento accionarial englobando esta actividad entre sus obligaciones fiduciarias frente a sus inversores.

De este modo, legislación española en materia de Sociedades de Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva, expone:¹³

«...la SGIIC estará obligada a ejercer, con especial atención al derecho de asistencia y voto en las juntas generales, todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en los fondos y sociedades que aquella gestione, salvo que en los contratos de gestión en el caso de las sociedades, éstas se reserven el ejercicio de los derechos de voto. La obligación anterior será de aplicación siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación conjunta de los fondos o sociedades gestionados por la SGIIC en la sociedad tuviera una antigüedad superior a doce meses y siempre que dicha participación represente, al menos, el 1 por ciento del capital de la sociedad participada.» Sin embargo, la legislación española no exige a día de hoy la involucración de las gestoras nacionales en compañías extranjeras. Esta práctica, es muy común en las legislaciones europeas, que se centran en la participación principalmente de sus gestoras en relación a las empresas de cada país.

En Estados Unidos, la legislación quiso corregir la falta de seguimiento por parte de los inversores institucionales ya desde el año 2003, obligándoles a participar en las juntas generales, así como a publicar sus guías de voto y las votaciones llevadas a cabo durante cada ejercicio en cumplimiento de la Investment Company Act y la Investment Advisors Act. La SEC justifica estas obligaciones basándose, por un lado, en el derecho de los inversores en saber cómo vota el fondo en el que invierte; y por otro, como medida de transparencia para controlar conflictos de interés e inducir a una mejor representación.

Sin embargo, los únicos incentivos de los inversores institucionales para hacer un seguimiento del gobierno corporativo de las compañías en las que invierten no son únicamente cumplir con la legislación. Un estudio reciente firmado por los profesores Appel, Gormley y Keim, apuntan

que el hecho que los fondos de gestión pasiva estén obligados a invertir en acciones pertenecientes a los índices que representan, implica que exista un incentivo adicional para perseguir a estas compañías y a sus equipos de dirección para que actúen de manera correcta. Según argumentan los autores, aunque a este tipo de fondos de gestión pasiva se les valora principalmente por su capacidad de replicar al índice a menor coste, estos fondos tienen a la vez incentivos para que las acciones que componen los índices a los que replican tengan evoluciones positivas, de modo que atraigan a más inversores.¹⁴

En la actualidad, los fondos de pensiones (especialmente los públicos) acostumbran a tener departamentos de analistas especializados en la gestión de este tipo de votaciones o bien recurren a empresas que los asesoren con el fin de asegurar unos criterios de responsabilidad social y buen funcionamiento corporativo. Un elemento clave para estas instituciones de inversión es la creación de unas guías de voto, documento en el que se recogen las buenas prácticas con las que se desea que se gobiernen las compañías en las que se invierte.

El impacto positivo del buen gobierno corporativo

Los académicos y expertos en gobierno corporativo han intentado desde hace tiempo identificar y probar que hay una relación entre las directrices de buen gobierno corporativo y el éxito de las compañías que las ponen en práctica. Existen varios estudios que examinan como ciertas características de buen gobierno afectan a la rentabilidad, valoración, fluctuación de los precios y otros aspectos de las compañías. Sin embargo, es difícil de cuantificar inequívocamente la relación entre las prácticas de buen gobierno y los resultados empresariales.

Pese a estas dificultades en la medición, es importante enfatizar que hay un reconocimiento global de los beneficios tanto para las compañías como para las empresas.

En un estudio muy exhaustivo llevado a cabo por la OCDE, los propios directivos de las empresas en las que se analizó la implantación de prácticas de buen gobierno en Latino América reconocieron que se habían beneficiado de los siguientes aspectos:

- Mayor acceso y en mejores condiciones al crédito a largo plazo.
- Mayor confianza de la comunidad financiera y base accionarial.
- Mayor reconocimiento de stakeholders.
- Mejoras sustanciales en los procesos de negocio, incluyendo controles internos y procesos de tomas de decisiones.

- Proceso de institucionalización, menos dependencia en personas concretas a la hora de dirigir el negocio.
- Mayor confianza en la ejecución de fusiones y adquisiciones al incrementarse los estándares de transparencia.

Igualmente, líderes del sector financiero, firmaron e hicieron públicos en 2016 unos principios de «sentido común» a nivel de gobierno corporativo con el fin de promover el dialogo positivo entre accionistas y directivos. Entre los firmantes se encontraban los máximos responsables de Berkshire Hathaway (Warren Buffet), Blackrock, JP Morgan, Capital Group, Vanguard y State Street Global Advisors entre otros. Es interesante destacar como afirmaban que, pese a que todos ellos podían mantener opiniones variadas sobre aspectos del gobierno corporativo, todos ellos entendían que «el futuro y la prosperidad de toda la sociedad e inversores depende de que las compañías cotizadas estén bien gestionadas con una visión a largo plazo».

Las buenas prácticas

Las buenas prácticas de gobierno corporativo podríamos entenderlas como dos caras de una misma moneda, ya que afectan tanto a las compañías, o emisores de capital, así como a los inversores institucionales, como accionistas y responsables fiduciarios. La finalidad de éstas es liderar las mejoras de eficiencia, transparencia y responsabilidad en la gestión de las compañías, estableciendo unos estándares de cumplimiento.

En el caso español, el primer código ético de buen gobierno fue el redactado por la Comisión Olivencia (1998), seguido por el informe de la comisión Aldama (2003), y diversos otros códigos de buen gobierno hasta el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015) vigente, que toma como base el Libro Verde de la Unión Europea sobre gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. En él se incluyen solo principios y recomendaciones, perdiendo algunos puntos de códigos anteriores que, al incorporarse a la Ley de Sociedades de Capital, no salen recogidos en el código de buenas prácticas al ser ya de obligado cumplimiento.¹⁶

De este modo las recomendaciones recogidas en el Código actual son de carácter estrictamente voluntario para las compañías, y están sujetas al principio conocido internacionalmente como «cumplir o explicar», por el cual la compañía reporta el nivel de cumplimiento de cada recomendación y en caso de no cumplir explica el motivo.

Para los inversores institucionales, este código supone un primer nivel de referencia con el que basar sus políticas y guías de voto a la hora de ejercer el voto en las juntas generales de accionistas de las compañías que posee en cartera. A su vez, éstos pueden contar con los servicios de asesores de voto que les faciliten guías de voto para los diferentes países, ya que

cada legislación acostumbra a tener aspectos propios que pueden variar en la ley de sociedades, y también para que les asesoren en aspectos más concretos de las votaciones.

Las guías de voto de los inversores institucionales acostumbran a desarrollar los aspectos que se introducen a continuación:

Composición y organización del consejo:

Se valoran positivamente propuestas dirigidas a que la dimensión del consejo favorezca su eficaz funcionamiento, la participación de todos los consejeros y la agilidad en la toma de decisiones. Igualmente se valora que la política de selección de consejeros promueva la diversidad de conocimientos, experiencias y género en su composición. El consejo debería tener una composición equilibrada, con una amplia mayoría de consejeros no ejecutivos y una adecuada proporción entre consejeros dominicales e independientes. Además, los comités de soporte al consejo deberían estar formados por mayoría de consejeros no ejecutivos, con conocimientos técnicos en cada área y experiencia acreditada. La elección de los consejeros es tradicionalmente uno de los puntos clave, puesto que son los que mejor pueden ejercer el control del equipo gestor.

Defensa de los derechos de los accionistas:

Pueden existir gran variedad de propuestas hechas por la dirección de la empresa que pueden ir en contra de los derechos económicos, políticos y de información de los accionistas. Desde ampliaciones sin emisión de derechos de suscripción preferente, emisiones de deudas que pongan en riesgo el futuro de la empresa, limitaciones al acceso de información y modo en que se presenta, acciones llevadas a cabo para proteger a la dirección en caso de posibles OPA hostiles, etc. Las buenas prácticas de gobierno corporativo generalmente favorecen un equilibrio entre dos aspectos: que la dirección tenga cierta flexibilidad para poder tomar decisiones estratégicas de forma ágil; y que el impacto a los derechos de los accionistas esté limitado.

Alineación de intereses y remuneración de consejeros ejecutivos y la alta dirección:

Se valoran positivamente los mecanismos de remuneración mixtos, con fijos y con variables en función de objetivos medibles y acreditables en diferentes ejercicios. Estos objetivos pueden ser financieros y no financieros. Se valora también positivamente la remuneración mediante opciones y acciones siempre que no suponga una dilución excesiva para los accionistas y que no esté emitida por debajo del valor de mercado. Se valoran de forma negativa cláusulas

de garantía o de blindajes excesivamente generosos o aquellos planes de remuneración que necesiten un único evento que generen pagos en efectivo o que consolide compensaciones en acciones. El objetivo en este caso es intentar alinear lo máximo posible los intereses de la alta dirección con los intereses de los accionistas.

Remuneración de los consejeros:

La remuneración del consejo de administración debería ser la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo pero sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos. Se valoran positivamente las propuestas que estén orientadas a que parte de la retribución sea en acciones, pero nunca en opciones, puesto que podría incentivar la asunción excesiva de riesgo y la recompensa de resultados desfavorables.

Información a los accionistas:

Las compañías deberían facilitar información financiera y no financiera a los accionistas de modo que estos puedan valorar la evolución de la compañía, el modelo de negocio, la estrategia y los objetivos a largo plazo. Esta información debería ser recurrente y consistente en forma, de modo que permita a los accionistas identificar los riesgos y las fuentes de la creación de valor por parte de la empresa. El consejo de administración debería velar para que el contenido de esta información sea objetivo y esté revisada por auditores externos independientes.

Inversores activistas y accionistas comprometidos

Puesto que la mayor parte de la actividad de «activismo» accionarial ocurre en países anglófonos, la literatura al respecto es principalmente en inglés. Es por ello que deberíamos diferenciar dos conceptos que pueden llevar a confusión en su traducción al español.

Por un lado, tendríamos las actividades de *active ownership*, *stewardship*, o *shareholder activism*, que serían las que se han descrito hasta el momento por las cuales los accionistas (sean institucionales o no) se preocupan y actúan por defender aspectos de buen gobierno de las compañías donde invierten, con el fin de favorecer la creación de valor a largo plazo. Con el fin de referirnos a este tipo de inversores, en esta nota les acuñaremos como «accionistas comprometidos».

Ejemplos de este tipo de approach se dieron durante la temporada de juntas de accionistas del año 2016 en la que

empresas como la petrolera BP, la minera AngloAmerican o la gestora Schroders se vieron involucradas en lo que la prensa británica bautizó como la rebelión de los accionistas. El caso de BP fue especialmente notorio, puesto que el 59,29% de los accionistas votaron en contra de la substanciosa propuesta de compensación para sus directivos en un año en el que la compañía reportaba pérdidas históricas de 6,5 millones de dólares, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del crudo y las multas por el accidente de la plataforma Deepwater Horizon en 2011.

Este año 2017, los accionistas de Exxon aprobaron con el 62,1% de los votos una propuesta no vinculante que exige una mayor transparencia en el *reporting* de sus políticas de cambio climático a la que la dirección se oponía. La misma propuesta liderada por accionistas recibió un apoyo de 38,1% el año pasado. El cambio en el apoyo de este año parece ser liderado por inversores institucionales, como planes de pensiones o grandes gestoras según reportó Reuters.

Por otro lado, estaría la actividad de los que se conocen en inglés como *activist investors*, inversores activistas. Este tipo de inversores institucionales lleva unos años de auge en su actividad y, según publica el despacho Schulte Roth & Zabel¹⁶, a finales del 2015 habría unas 551 compañías involucradas por acciones dirigidas por fondos activistas. Este tipo de inversores institucionales, se organizan a través de vehículos de inversión colectiva dirigidos a inversores sofisticados (no minoristas), lo que les permite tener una diversificación mucho más reducida en sus portfolios. De este modo, sus inversiones les permiten llegar a tener participaciones significativas en compañías, lo que les permite tener presencia en los consejos de administración y relevancia a la hora de proponer propuestas que sean apoyadas por el resto de accionistas y asesores de voto.

La poca diversificación hace que los inversores activistas estén menos sujetos al efecto de «apatía racional» comentado anteriormente, que es lo que caracteriza a la mayor parte de inversores institucionales debido a que en sus carteras, muy diversificadas, el peso de cada compañía no compensa una actividad de seguimiento como accionista comprometido. Así pues, en el caso de los inversores activistas desaparece el problema de la separación entre propiedad y control al equipo de gestión.

Sin embargo, existe una corriente importante de académicos y políticos que entienden que los intereses de los inversores activistas difieren significativamente del resto de inversores y se les acusa de tener una orientación excesivamente corto-placista¹⁷.

Desde este punto de vista, el auge de los fondos activistas implica que acreedores, empleados y otros stakeholders de la compañía se vean forzados a transferir riqueza a los accionistas, con el objetivo de proporcionar revaloraciones

rápidas en la cotización de las compañías, de modo que les permita salir de la compañía antes de que sean repercutidos los costes a largo plazo.

Según el estudio de John C. Coffee y Darius Palia¹⁸, críticos con los inversores activistas, estos fondos llevan a las compañías hacia un patrón que implica 3 cambios importantes en sus objetivos. Por un lado, a) incrementan el apalancamiento de las compañías, por otro, b) incrementan la remuneración a los accionistas (ya sea vía dividendo o vía programas de recompra de acciones); y, por último, c) reducen las inversiones a largo plazo en I+D. De este modo, no apoyan una de las acusaciones comunes en el mercado que acusa a este tipo de inversores de intentar manipular el precio de la acción a través de la acumulación de las acciones de la compañía de modo que suba su cotización (conocido como el *pump and dump scheme*).

Los defensores académicos del movimiento activista, como el profesor de Harvard Lucian Bebchuk¹⁹, argumentan que no existe evidencia empírica que las actuaciones de los inversores activistas tengan efectos negativos a largo plazo en las compañías en las que éstos llevan a cabo sus actuaciones. Igualmente argumentan, que este tipo de actuaciones tienden a dirigir los objetivos de las compañías hacia niveles óptimos de inversión, ya que los equipos de dirección tienden a invertir en exceso, dirigiendo a muchas compañías hacia un modelo de crecimiento ineficiente orientado a la creación de estructuras desproporcionadas.

Con el fin de que aquellos lectores interesados en este aspecto puedan seguir las acciones de estos fondos activistas, se recomienda este link al [Washington Post](#)²⁰ en el que se muestran los fondos, compañías objetivo, demandas y evoluciones de métricas de interés, de las principales acciones llevadas a cabo en la actualidad.

Conclusión

A lo largo de esta nota técnica se ha expuesto la importancia de la existencia de unas prácticas de buen gobierno corporativo que sirvan para reducir los costes de agencia, alineando los intereses del equipo gestor y de los accionistas y generando valor no tan solo para la compañía sino también para la sociedad. Hemos visto cómo los incentivos de los accionistas pueden variar en el caso que sean inversores institucionales. A su vez, se ha abordado cómo los legisladores regulan de modo que se proteja a los inversores finales y se fomente la eficiencia de la inversión a largo plazo en sus economías. Hemos introducido brevemente los principales aspectos que regulan las prácticas de buen gobierno en la actualidad y por último hemos expuesto un caso especial de activismo accionarial como es el de los inversores activistas. El objetivo ha sido el de dar una visión general de esta actividad y la relación que se encuentra a caballo entre la economía, el derecho y la ética.

Bibliografía

Private-Equity-2016-23.pdf *Private Equity*. Cyril Demaria y Eduard Tarradellas. Profit Editorial.

The Business of Venture Capital. Mahendra Ramsinghani. Ed. Wiley. 2014.

Venture Deals. Brad Feld and Jason Mendelson. Ed. Wiley. 2017.

Valoración de empresas. Pablo Fernández. Ed. Gestión 2000. 2007

Principios de valoración de empresas. Xavier Adserà y Pere Viñolas. Ed. Grupo Planeta. 2003

Documento de Trabajo Institut Estudis Financers n° 23 de ODF de septiembre de 2016. Ferran Lemus. <http://www.iefweb.org/es/divulgacion-financiera/observatorio-divulgacion-financiera/doc/58>.

Nota Técnica Institut Estudis Financers n° 24 de ODF de enero de 2017. Àlex Plana Paluzie/Miguel Lobón García. <http://www.iefweb.org/es/divulgacion-financiera/observatorio-divulgacion-financiera/doc/60>

"Informe Business Angels AEBAN 2017". Joan Roure y Amparo de San José. IESE Business School. Universidad de Navarra. <http://www.iese.edu/research/pdfs/ST-0439.pdf>

Informes de actividad del sector:

<http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2017/05/Informe-ASCRI-2017-1.pdf>

<http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2016/06/Informe-ASCRI-2016-1.pdf>

<https://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin-PESL-June-15-European-Venture-Capital-Deals.pdf>

<https://www.statista.com/statistics/421417/venture-capital-backed-enterprises-deals-europe/>

http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_32.pdf

Notas al pie

1. Monk, Robert y Minow, Nell: Corporate Governance 4th Ed, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd, 2008 (1995).
2. McCogan, Patrick: «Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective», Glasgow, 2001. <http://www.pppe.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/mccolgan-2001.pdf>
3. Holmstrom, Bengt y Milgrom, Paul: «Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design», Oxford Journals, 1991. <https://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/BA532/1991%20JLEO%20Holmstrom%20Milgrom.pdf>
4. OCDE: «Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages», 2009. <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporate-governanceprinciples/43056196.pdf>
5. Tonello, Matteo y Rabimov, Stephan: «The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition»: Conference Board Research Report, Nueva York, 2011. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707512
6. Rock, Edward: «Institutional Investors in Corporate Governance»: Oxford Handbook on Corporate Law and Governance, 2015. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2512303
7. Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo: Bruselas, 2014. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0213&from=EN>
8. Clark, David y Buffet, Mary: Buffetology, Nueva York: Firiside, 1999.
9. Garcia Paramés, Francisco: Entrevista La Vanguardia, 2017. <http://www.lavanguardia.com/lacontra/20170117/413425186559/al-invertir-piense-que-cada-ano-india-y-china-crean-una-espana.html>
10. Berle, Adolf y Means, Gardiner: The Modern Corporation & Private Property, Londres, 1932.
11. Fisch, Jill: «Will it Happen and will it work»: Ohio State Law Journal, Volumen 55, Número 5, 1994. http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2218&context=faculty_scholarship
12. Comisión Europea: Directiva 2007/36/CE y Directiva 2013/34/UE.
13. Ministerio de Economía y Competitividad: Real Decreto 83/2015: Artículo 115: Obligaciones: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2012/BOE-A-2012-9716-consolidado.pdf>
14. Appel el al: «Passive investors, not passive owners»: Journal of Financial Economics, 2016. http://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a121_3ay_3a2016_3ai_3a1_3ap_3a111-141.htm
15. CNMV: Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, 2015. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf
16. SchulteRoth&Zabel – Activist Insight, Activist Investing 2016, An annual review of trends in shareholder activism, 2016.
17. Iman Anabtawi y Lynn Stout, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, 60 Stan. L. Rev. 1255, 2008.
18. Coffee, John C. Jr y Palia, Darius: «The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance», The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Nueva York, 2015.
19. Bebchuck, Lucian A., Brav, Alon y Jiang, Wei; The long-term effects of hedge fund activism.
20. Washington Post; Activist Investor Report Card <http://graphics.wsj.com/activist-investor/#FBHS>

Otras publicaciones ODF

Set	2017	NT	El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: Una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
may	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero

feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Olga del Orden
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico
DT: Documento de Trabajo
NT: Nota Técnica
L: Libro