

# ¿Cómo influyen los inversores en sus empresas?

## Los documentos de expectativas<sup>1</sup>

### AUTOR

#### Vicente Bermejo

Profesor del departamento de economía, finanzas y contabilidad y miembro del GREF (Grupo de Investigación en Economía y Finanzas) en Esade.

Mayo 2022

Los inversores institucionales a menudo tienen preferencias concretas que les gustaría trasladar a las empresas de su cartera. Estas preferencias pueden referirse a materias diversas, como sostenibilidad o maximizar su inversión. Los inversores tienen diferentes mecanismos para influir en las empresas, como pueden ser las comunicaciones privadas con los consejeros y directivos, propuestas a la junta general de accionistas, las llamadas “proxy fights”... Estos mecanismos requieren dedicación de tiempo y recursos por parte de los inversores, algo que puede resultar muy costoso para inversores que tienen muchas empresas en su cartera y por tanto, muchas empresas en cuyas decisiones quieren influir. Para los inversores universales (inversores que tienen miles de empresas en su cartera o que invierten en casi todas las empresas listadas del mundo), existe una herramienta que está ganando importancia, mediante la que el inversor puede transmitir sus preferencias a todas las empresas de su cartera: los documentos de expectativas. Los documentos de expectativas son emitidos por inversores institucionales y recogen sus preferencias sobre ciertas materias. Estos documentos son una forma

de influencia eficiente precisamente para este tipo de inversores por varias razones. Primero, el inversor anuncia sus preferencias al mercado, y al hacerlas públicas, no sólo muestra su compromiso con ellas, sino que presiona al mercado para que las tenga en cuenta. Segundo, los inversores universales tienen plataformas de difusión al mercado que les permiten llegar a miles de empresas con un único documento. Es mucho menos costoso emitir un único documento que muestra sus preferencias, que contactar por separado a cada empresa. Inversores universales como BlackRock, Vanguard, State Street o NBIM los están utilizando. Las conocidas cartas de Larry Fink a CEOs son un claro ejemplo de cómo un inversor institucional puede compartir sus preferencias a todo el mercado mediante un único documento.

En una investigación reciente, estudiamos la eficacia de los documentos de expectativas, mediante el análisis de una nota publicada en 2012 por el Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM es responsable de la gestión operativa del fondo soberano noruego. En esta nota resaltaba la importancia que tiene el buen gobierno

<sup>1</sup> Este artículo resume las conclusiones del artículo escrito junto a otros tres coautores: Ruth V. Aguilera (ESADE Business School & Northeastern University), Javier Capapé (Instituto de Empresa) y Vicente Cuñat (The London School of Economics). El artículo fue galardonado en 2018 con el Premio CNMV durante el 25º Foro de la Asociación Española de Finanzas (AEFIN).



corporativo de las empresas para conseguir buenos resultados financieros. A día de hoy, el fondo soberano noruego es el fondo más grande del mundo, y gestiona activos por valor de más de un billón de dólares, lo que equivale a más del 1.5% de las acciones cotizadas en todo el mundo.

Los principales resultados del estudio nos muestran lo siguiente. En primer lugar, las empresas en la cartera de NBIM mejoran su gobierno corporativo de acuerdo con las preferencias que NBIM publica en la nota. Además, la reacción de las empresas es heterogénea y depende de diferentes características. Por ejemplo, se observa que el gobierno corporativo de las empresas mejora más cuanto mayor es el porcentaje de propiedad que tiene el fondo soberano sobre la empresa. También se observa que las empresas más pequeñas o aquellas con peores resultados financieros, mejoran más su gobierno corporativo.

En segundo lugar, se muestra cómo el fondo decide modificar su estrategia de inversión para incrementar la calidad del gobierno corporativo de su cartera de inversión. Para ello, después de publicar la nota, el fondo decide entrar en el accionariado de empresas con buen gobierno corporativo y retirar sus inversiones de empresas con peor gobierno corporativo.

En último lugar, se muestra que el fondo está dispuesto a mantener sus inversiones en empresas con peores resultados financieros siempre que esto se compense con un buen gobierno corporativo en las mismas.

En resumen, este documento de expectativas instando a las empresas a mejorar su gobierno corporativo tiene un efecto, no sólo en la estrategia de inversión del fondo, sino también en la estrategia de gobernanza de las empresas. Estos documentos suponen por tanto una herramienta de presión cada vez más utilizada por inversores universales dado que pueden influir en todas sus empresas sistemáticamente y con bajo coste. Dada la relevancia de estos inversores tanto por el tamaño del mercado que controlan, como porque sus inversiones suelen ser de largo plazo, es fundamental entender las herramientas que utilizan para influir en el mercado y que se implementen sus preferencias.