

2017 - 03 - 15

Revista de Derecho de Sociedades

2016

Núm. 48 (Julio-Diciembre 2016)

Estudios

6. Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas (RAMÓN HERNÁNDEZ PEÑASCO)

6 Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas

RAMÓN HERNÁNDEZ PEÑASCO

Socio Director. Doctorando del Departamento de Derecho Mercantil. Legal Field Consultores y Abogados U.C.M.

ISSN 1134-7686

Revista de Derecho de Sociedades 48

Julio - Diciembre 2016

Sumario:

I. Introducción

II. Concepto y distinción respecto de otros «proveedores de servicios de voto»

1. Los «Proxy solicitors»
2. Los «Proxy agents»
3. Las empresas de asesoramiento financiero
4. Los denominados «gatekeepers» (auditores, analistas y agencias de calificación crediticia)

III. Orígenes y evolución de los proxy advisors

IV. Principales problemas que plantea la actuación de los proxy advisors

1. Conflictos de interés
2. Excesiva concentración en el mercado de proxy advisors
3. Calidad de los servicios: estandarización de las recomendaciones y errores cometidos en ellas por los proxy advisors
4. Reguladores de facto
5. Ausencia de riesgo y de responsabilidad de los proxy advisors
6. El debate sobre la influencia real de los asesores de voto

V. Alternativas regulatorias en relación con los proxy advisors

1. Los proxy advisors en el ámbito de las recomendaciones de buen gobierno
2. Propuestas en el ámbito normativo

VI. La incidencia práctica de los asesores de voto en España

VII. Conclusiones

VIII. Bibliografía

RESUMEN:

Resumen: Los asesores de voto o *proxy advisors* han adquirido una importancia creciente en las juntas generales de las sociedades cotizadas españolas, en términos similares a lo acontecido en otros países. En el presente artículo se estudia el origen y la evolución de los asesores de voto, las características que los separan de otros proveedores de servicios relacionados con el voto en las juntas generales, los principales problemas que plantea su actividad y las alternativas regulatorias seguidas hasta ahora en la Unión Europea y en Norteamérica. Finalmente, se analiza la incidencia práctica de los asesores de voto en España.

PALABRAS CLAVE: Palabras clave: asesores de voto - proveedores de servicios de voto - gobierno corporativo - voto transfronterizo.

ABSTRACT:

Abstract: Proxy advisors have gained an increasing importance in general shareholders meetings of Spanish listed companies in similar terms as in other countries. This article analyzes the origin and evolution of proxy advisors, the features that distinguish them from other proxy services providers, the main problems raised by the conduct of proxy advisors and the regulatory options exercised so far in the European Union and North America with respect to proxy advisory industry. Finally, the practical effect of proxy advisors in Spain is also studied in the article.

KEYWORDS: Keywords: proxy advisors - proxy services providers - corporate governance - cross-border voting.

I. INTRODUCCIÓN

La inversión extranjera en acciones cotizadas españolas ha provocado la aparición en la práctica de nuestras juntas generales de prestadores de servicios, generalmente relacionados con el voto transfronterizo, que resultaban desconocidos anteriormente. Entre ellos, ocupan un lugar destacado los denominados « *proxy advisors* » o asesores de voto, cuya principal función es la elaboración de recomendaciones dirigidas a sus clientes, generalmente inversores institucionales, sobre la orientación del voto en relación con los diferentes puntos del Orden del Día de las juntas generales.

La realidad demuestra que los *proxy advisors* han adquirido un papel relevante, aunque con luces y sombras, en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, entendido éste como el «*sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas y como una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas*» ¹.

Tres factores han contribuido de forma muy significativa a incrementar la presencia y la influencia de los asesores de voto, así como a su expansión geográfica: (i) el progresivo aumento de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales, a quienes se ha venido criticando tradicionalmente por su pasividad en el ejercicio de los derechos de voto atribuidos a las acciones que integran sus carteras de inversión; (ii) el interés en revitalizar la junta general de accionistas, como contrapeso al poder atribuido a los administradores y altos directivos de las empresas cotizadas, lo que se enmarca dentro del movimiento de mejora del gobierno corporativo que se ha impulsado especialmente en los últimos años, tras los escándalos societarios y el estallido de la crisis financiera ²; y (iii) el aumento de las inversiones transfronterizas en empresas cotizadas, como consecuencia de la globalización de la economía, facilitada por las herramientas tecnológicas disponibles en la actualidad, que permiten operar en todos los mercados financieros desde cualquier lugar del mundo ³.

Así planteada la cuestión, la valoración que cabría realizar *a priori* de la actividad de los asesores de voto merecería una calificación positiva, por contribuir a tan loables propósitos desde la perspectiva del gobierno corporativo como los señalados en el párrafo anterior. No obstante, y tal y como veremos a lo largo de este trabajo, existen algunos aspectos de la actuación de los *proxy advisors* que han generado especial preocupación a las sociedades cotizadas y a los propios reguladores, existiendo un debate abierto en este momento sobre la conveniencia de crear un marco normativo que regule la actividad de los asesores de voto o, por el contrario, mantener la actual fórmula de autorregulación del sector ⁴.

En las páginas que siguen intentaremos hacer un repaso de los orígenes y evolución de esta figura, de los principales problemas que plantea su actividad y de las alternativas regulatorias seguidas hasta ahora en el ámbito comunitario y en Estados Unidos. Con ello, estaremos en condiciones (o, al menos, ésa es nuestra pretensión) de valorar la utilidad de estas entidades y la necesidad, o no, de establecer un marco normativo para los asesores de voto.

II. CONCEPTO Y DISTINCIÓN RESPECTO DE OTROS «PROVEEDORES DE SERVICIOS DE VOTO»

Los *proxy advisors* son entidades dedicadas al análisis de las propuestas de acuerdos formuladas por los administradores sociales a la junta general y a la elaboración de recomendaciones de voto en relación con aquéllas, de las que son destinatarios los inversores que contratan sus servicios, generalmente inversores institucionales. Las citadas recomendaciones se elaboran sobre la base de criterios o políticas elaboradas por los propios asesores de voto en base a estándares y prácticas internacionales de buen gobierno corporativo, por lo que las recomendaciones de voto tendrán carácter favorable o desfavorable en función del grado de alineamiento de las propuestas formuladas por el consejo de administración con las políticas de los *proxy advisors*.

En ocasiones, los inversores institucionales desarrollan sus propias políticas de voto, que son transmitidas a los *proxy advisors* para que sean tenidas en consideración por éstos en la elaboración de sus recomendaciones de voto.

Con alguna excepción⁵⁾, y en mayor o menor grado, la mayoría de las empresas de asesoramiento de voto prestan otros servicios, además del típico de recomendación de voto, en concreto: (i) informan a los inversores sobre los requisitos aplicables al ejercicio del derecho de voto en los diferentes países; (ii) asesoran a los emisores sobre gobierno corporativo; (iii) elaboran *ratings* de gobierno corporativo, que permiten a los inversores hacer un seguimiento de las sociedades que componen su cartera de inversión; (iv) ayudan a las sociedades cotizadas a mejorar dichos *ratings*; (v) asesoran a las compañías en el diseño de las propuestas de acuerdos a someter a la junta general para conseguir que cuenten con el mayor número de votos; y (vi) facilitan el ejercicio del derecho de voto, poniendo a disposición del inversor plataformas tecnológicas diseñadas por el propio *proxy advisor* para la transmisión del voto al emisor.

En la práctica, algunos de estos servicios pueden solaparse o prestarse a confusión respecto de las actividades desempeñadas por otras entidades que intervienen en los mercados financieros y en la práctica de las juntas generales de las sociedades cotizadas. Por ello, resulta conveniente efectuar la correspondiente delimitación de funciones entre unas y otras figuras, lo que nos ayudará a poner en contexto la actividad de los asesores de voto y a perfilar con mayor claridad los problemas que su actuación plantea en la práctica.

A la hora de abordar dicha delimitación de funciones, conviene recordar que los asesores de voto forman parte de lo que la práctica de las juntas generales de las sociedades cotizadas viene denominando « *Proxy services* » o servicios de voto, denominación ésta que engloba distintas actividades dirigidas a maximizar la participación de los accionistas, generalmente transfronterizos, en la Junta General, o a favorecer la comunicación entre la sociedad emisora y el accionista, tanto en circunstancias normales como con ocasión de operaciones corporativas que afectan a la sociedad (una OPA formulada sobre ella, el anuncio de su fusión con otra compañía, etc....)⁶⁾. En ese contexto, los asesores de voto conviven con otros prestadores de servicios cuyas notas elementales señalamos a continuación.

1. LOS «PROXY SOLICITORS»

En Estados Unidos, la *Securities and Exchange Act* de 1934 regula la denominada «*proxy solicitation*», en cuyo desenvolvimiento se incluye, entre otras actividades, la solicitud de la representación del accionista, lo que aproxima dicha figura a la solicitud pública de representación del [artículo 186](#) de nuestra [Ley de Sociedades de Capital](#)⁷⁾.

Frente a los *proxy advisors*, que son contratados por el inversor-accionista, los *proxy solicitors* son contratados por la propia sociedad cotizada, normalmente en relación con accionistas transfronterizos. Por ello, y al igual

que sucede en el ámbito de los asesores de voto, las entidades que desempeñan la actividad de *proxy solicitation* tienen un carácter global o multinacional. Actualmente, las cinco primeras entidades de esta industria son, por orden alfabético, *D.F. King*, *Georgeson*, *Innesfree*, *Morrow & Co.* y *Sodali* ⁸⁾.

Los servicios que prestan los *proxy solicitors* suelen ser los siguientes: (i) identificación del accionista transfronterizo, de muy difícil acceso para la sociedad cotizada por la interposición entre ambos de la cadena de intermediarios financieros propia de la custodia internacional de valores; (ii) apoyo a la sociedad cotizada a la hora de entender las expectativas del accionista transfronterizo, transmitiendo a aquélla la información facilitada por dicho accionista; (iii) explicación al accionista de la información pública disponible sobre la gestión de la empresa y su gobierno corporativo, favoreciendo con ello la comunicación entre la sociedad cotizada y el accionista; (iv) aclaración de dudas que pueda tener el accionista sobre los documentos y propuestas de acuerdos que se someterán a la aprobación de la junta general; (v) apoyo en el ejercicio del derecho de voto por parte del accionista a través de los medios, generalmente telemáticos, existentes para ello (así, las plataformas de información y voto a las que haremos referencia seguidamente); y (vi) contabilización de los votos emitidos por los accionistas con los que haya entrado en contacto el *proxy solicitor*, informando del sentido del voto al emisor.

Los *proxy solicitors* contribuyen a que exista un diálogo más fluido entre las sociedades cotizadas y sus accionistas, favoreciendo el denominado «*engagement*», esto es, la implicación o involucración de los accionistas en la gestión de la compañía, concepto éste al que los reguladores están prestando una atención creciente, y al que haremos referencia más adelante. Al mismo tiempo, la actuación de los *proxy solicitors* favorece la adopción «informada» de las decisiones de voto por parte del accionista, al facilitar su comprensión de los asuntos a someter a la junta general, lo que incide, sin ninguna duda, en el ejercicio responsable del derecho de voto por parte del accionista.

Se dice por ello, que los *proxy solicitors* contribuyen a mitigar el impacto (supuestamente negativo, desde la perspectiva del emisor) de las recomendaciones de los *proxy advisors*, facilitando el diálogo y, con ello, el alineamiento de los intereses de los accionistas y del emisor.

2. LOS «PROXY AGENTS»

Los *proxy agents* son entidades encargadas de facilitar el ejercicio del derecho de voto por parte del accionista a través de mecanismos telemáticos denominados en la práctica «plataformas de información y voto». Entre las empresas que se dedican a esta actividad puede citarse a *Broadridge* y a *Mediant Communications*.

Su misión es, de un lado, informativa, en cuanto que transmiten la información sobre la junta general a lo largo de la cadena de custodia de las acciones, desde el emisor hasta el accionista transfronterizo; y por otra parte, recogen el voto de dicho accionista y lo envían de forma automatizada en sentido inverso hasta su recepción por el emisor.

Frente al papel más activo de los *proxy solicitors*, las plataformas de información y voto tienen en general un rol meramente operativo, limitándose a la transmisión y recepción de información pero sin mantener un diálogo activo con el accionista.

En la práctica, algunos *proxy advisors* ofrecen a sus clientes la posibilidad de transmitir el voto a través de sus propias plataformas, como un servicio añadido al de recomendación del voto.

3. LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

Algunos organismos supervisores y/o reguladores han reflexionado sobre la conveniencia de incluir a los *proxy advisors* en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión, en la medida en que dichas entidades facilitan recomendaciones a sus clientes sobre instrumentos negociados en los mercados de valores, en concreto, acciones cotizadas⁹⁾. De prosperar esa tesis, el asesoramiento de voto pasaría a ser una actividad reservada a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito y, en consecuencia, obligaría a quien prestase dicho servicio a cumplir con los requerimientos regulatorios y de supervisión establecidos en la normativa del mercado de valores¹⁰⁾.

Las conclusiones alcanzadas hasta ahora sobre esta cuestión no abogan por la consideración de los *proxy advisors* como asesores financieros, pues sus recomendaciones no suelen ser «personalizadas» en los términos exigidos por la normativa del mercado de valores ni, sobre todo, el objeto de aquéllas es la inversión en instrumentos financieros, sino el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones de los inversores que les contratan¹¹.

Esta situación no parece que vaya a cambiar a corto plazo, pues la [Directiva 2014/65/UE](#), del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 («MIFID II»), que sustituye a la Directiva 2004/39/CE y que se encuentra pendiente aún de transposición en España, introduce cambios muy significativos en el régimen aplicable al asesoramiento en materia de inversión, pero no hace referencia alguna a los asesores de voto.

4. LOS DENOMINADOS «GATEKEEPERS» (AUDITORES, ANALISTAS Y AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA)

En la consulta pública planteada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados («ESMA», en sus siglas en inglés) el 22 de marzo de 2012 (*ESMA's Discussion Paper. An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Option*)¹², el organismo supervisor de los mercados financieros europeos comparaba la actividad de los *proxy advisors* con las desempeñadas por los auditores de cuentas, los analistas financieros y las agencias de calificación crediticia, a los que se viene aplicando la denominación de «*gatekeepers*» de los mercados.

A pesar de que los *gatekeepers* y los *proxy advisors* comparten como nota común el procesamiento de información mediante su verificación, análisis e interpretación y la emisión de opiniones que son tenidas en cuenta, en mayor o menor medida, por los inversores para la adopción de sus decisiones en los mercados, ESMA consideró en el propio documento en el que formulaba la consulta pública que existían importantes diferencias entre los asesores de voto y los *gatekeepers*, desde distintos puntos de vista (quién les contrata; si su contratación resulta obligatoria o meramente voluntaria; si para el desempeño de su actividad manejan información privilegiada o sólo información pública; si sus funciones son verdaderamente esenciales o no para los mercados de capitales; si la información elaborada por cada una de estas entidades se difunde públicamente o no, etc.).

Tras analizar las respuestas a la consulta pública, ESMA concluyó que la actividad de los *proxy advisors* presenta características propias y distintas de las desempeñadas por los *gatekeepers* y que la relación entre los asesores de voto y sus clientes es una típica relación de «agencia», con los consiguientes problemas derivados de la información asimétrica que manejan el principal y el agente. Igualmente, ESMA señaló que resulta necesario que la actuación del *proxy advisor* sea controlada por su cliente, que es quien tiene la obligación de votar responsablemente en todo caso.

III. ORÍGENES Y EVOLUCIÓN DE LOS PROXY ADVISORS

Los orígenes de los asesores de voto aparecen vinculados al fenómeno del denominado «activismo» de los inversores institucionales.

A falta de una definición legal, se viene considerando «inversor institucional» al accionista que cumple con las siguientes características: (i) se trata principalmente de un inversor por cuenta ajena, que gestiona y representa de forma profesional, a su vez, los derechos de terceros¹³; (ii) ostenta formalmente la condición de accionista, esto es, es el titular de las acciones; y (iii) puede tener una participación significativa en el capital de la sociedad e, incluso, una posición de control, aunque en la mayoría de los casos no es así, por impedirlo las normas aplicables a los inversores institucionales más cualificados (fondos de pensiones y fondos de inversión), que limitan el porcentaje máximo de participación en una misma sociedad¹⁴.

Tradicionalmente, el comportamiento de los inversores institucionales ha sido el de accionistas meramente financieros (más «inversores» que «accionistas») y, por ello, despreocupados del ejercicio del derecho de voto¹⁵.

Ante la falta de control de la actuación de los gestores sociales por parte de los inversores institucionales, derivada de su pasividad en el ejercicio del derecho de voto, los reguladores reaccionaron con el

establecimiento de determinados deberes en relación con dicho ejercicio. En la mayoría de los ordenamientos, dichas normas no han supuesto la obligación de los inversores institucionales de ejercer el derecho de voto en todo caso, sino el deber de hacerlo en el mejor interés de los partícipes o inversores finales, por haberse considerado que obligar a los inversores institucionales a votar en todo caso podía tener efectos contraproducentes para los partícipes, ante el riesgo de que aquéllos voten a favor de cualquier propuesta de resolución planteada por los administradores a la junta general, en un ejercicio puramente «mecánico» del derecho de voto.

Manifestaciones concretas de este proceder de los reguladores la encontramos en diversos instrumentos normativos y códigos de buen gobierno. Así, el punto de arranque de este fenómeno se viene situando en Estados Unidos, con la aprobación en 1974 de la *ERISA* ¹⁶, que estableció el ejercicio del derecho de voto por parte de los fondos de pensiones conforme a los intereses de sus últimos beneficiarios. Años después, concretamente en 1988, el Departamento de Trabajo de Estados Unidos remitió una carta a la empresa Avon Products Inc., conocida como *Avon letter*, en la que recordaba a dicha compañía sus deberes fiduciarios en relación con el fondo de pensiones de sus empleados, y que supuso un revulsivo importante entre los inversores institucionales en relación con el ejercicio del derecho de voto.

Posteriormente, diversos documentos del Departamento de Trabajo y de la *Securities and Exchange Commission* reiteraron el obligado cumplimiento de las obligaciones fiduciarias de los asesores de inversión y de los fondos de inversión, lo que incluía el ejercicio del derecho de voto con arreglo a los deberes de lealtad y diligencia y con arreglo al estándar de un hombre prudente. Así se hizo constar, entre otros, en la *Proxy Voting by Investment Advisers, Advisers Act Release No. 1.ª-2106, 17 C.F.R.*, de la SEC (31 Enero 2003) ¹⁷. Más recientemente, la *Dodd-Frank Act* de 2010 ha extendido aún más el ámbito de los deberes de voto responsable de los inversores institucionales, al requerir la intervención de la junta general respecto de asuntos que antes quedaban fuera de su ámbito, como las remuneraciones de los administradores.

En España, y en la misma línea de fomentar el voto responsable de los inversores institucionales, nuestra normativa sobre Instituciones de Inversión Colectiva y sobre Planes y Fondos de Pensiones contiene algunos preceptos relativos al ejercicio del derecho de voto por parte de estas entidades, aunque sólo respecto de casos muy concretos ¹⁸. Igualmente, la Recomendación 9.ª a las instituciones financieras del Código Unificado de Buen Gobierno de 2006 recomendaba a los inversores institucionales que ejercitasen de forma activa los derechos políticos en las sociedades cotizadas cuyas acciones poseyeran y que informasen a sus partícipes e inversores finales de los criterios generales que, en su caso, siguieran al ejercitar tales derechos.

De acuerdo con lo señalado por PERDICES HUETOS, en esta misma línea de exigir a los inversores institucionales un ejercicio del derecho de voto en interés exclusivo de sus partícipes y de dotar de transparencia a sus políticas de voto se han orientado los ordenamientos de otros países de la Unión Europea, como Francia, Holanda y Reino Unido ¹⁹. En este sentido, tiene una especial relevancia a nivel internacional el *UK Stewardship Code* de 2010, revisado posteriormente en el año 2012 ²⁰.

Con todo, parece que el regulador europeo considera insuficiente la actual implicación («*engagement*», en inglés) de los inversores institucionales en la gestión de las sociedades en las que participan, por lo que, con la intención de reforzar dicha implicación, en abril de 2014 se hizo pública por la Comisión Europea la *Propuesta de Directiva 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 y la [Directiva 2013/34/UE](#) en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial* (en adelante, «la Propuesta») ²¹.

De prosperar la Propuesta en su redacción inicial, los inversores institucionales deberán desarrollar y publicar en su web una «política de implicación» en la que, entre otros aspectos, deberán hacer explícita la manera en la que ejercen sus derechos de voto y si utilizan los servicios de *proxy advisors*.

Igualmente, deberán hacer público si votan en las juntas generales de las sociedades participadas y cómo emiten su voto, ofreciendo una explicación de su comportamiento a este respecto. Esta información deberá estar disponible, como mínimo, y de forma gratuita, en la web del inversor.

En nuestra opinión, de cuanto se ha expuesto anteriormente se deduce que, de alguna manera, los *proxy advisors* son una creación de la propia regulación, al haber venido a resolver los problemas que se plantean a los inversores institucionales a la hora de ejercitar el derecho de voto en los miles de sociedades en las que participan, establecidas además en multitud de países.

La diversidad de ordenamientos jurídicos y de recomendaciones de buen gobierno aplicables a cada una de dichas sociedades y la celebración de las juntas generales en un periodo concreto del año, unido al elevado coste de analizar con medios propios las propuestas de acuerdos planteadas en cada una de las juntas generales, han favorecido la contratación de los *proxy advisors* por parte de los inversores institucionales, al resultar más eficiente en términos cuantitativos (ahorro de costes) y cualitativos (mayor profesionalidad en el análisis realizado por los asesores de voto) realizar dicha contratación que incrementar la plantilla de los inversores institucionales con el personal apropiado para el desempeño de estas funciones²²⁾.

Sin olvidar, a este respecto, el descargo de responsabilidad que algunos inversores pretenden obtener con la contratación de los asesores de voto, erigidos así en una suerte de instrumento de «*protección preventiva*» frente a eventuales reclamaciones de responsabilidad derivadas del incumplimiento de su obligación de realizar un ejercicio responsable de los derechos de voto²³⁾. De ahí precisamente que los reguladores hayan insistido reiteradamente en señalar que la responsabilidad por dicho ejercicio responsable es imputable, exclusivamente, al accionista, sin que éste pueda desplazarla al asesor de voto²⁴⁾.

IV. PRINCIPALES PROBLEMAS QUE PLANTEA LA ACTUACIÓN DE LOS PROXY ADVISORS

La actuación de los *proxy advisors* ha provocado recelos y preocupación entre emisores y reguladores, principalmente por cuanto se refiere a la independencia y a la calidad de sus recomendaciones. Los principales problemas que plantean los asesores de voto son los señalados a continuación.

1. CONFLICTOS DE INTERÉS

Los conflictos de interés existentes en la actuación de los asesores de voto (o, al menos, en la de algunos de ellos) derivan principalmente de dos circunstancias: (i) la prestación de servicios distintos de la emisión de recomendaciones de voto; y (ii) la pertenencia de estas entidades a grupos empresariales que pueden mantener vínculos con las empresas sobre las que emiten las recomendaciones.

En relación con el primero de los supuestos citados, el hecho de que algunos *proxy advisors*, además de la elaboración de recomendaciones de voto para los inversores, ofrezcan los servicios relacionados con el gobierno corporativo que hemos detallado en el apartado II de este trabajo, da lugar a que a veces el mismo asesor de voto está recomendando a un inversor cómo debe votar en la junta general de una sociedad cotizada y, a su vez, está asesorando o ha asesorado a la propia sociedad sobre el contenido de las propuestas de acuerdos que serán objeto de deliberación en la misma junta; o asesora a la sociedad cotizada sobre cuál debe ser su estructura de gobierno corporativo para que esté más alineada con las políticas definidas por el propio *proxy advisor*, lo que sin duda aumentará las probabilidades de obtener una recomendación de voto favorable en las propuestas a someter a la junta general²⁵⁾.

Otras potenciales fuentes de conflictos de interés derivan de los vínculos de propiedad, comerciales o de otra índole existentes entre los propietarios o empleados de los asesores de voto y las sociedades evaluadas, sus administradores y accionistas de control²⁶⁾.

Las empresas de *proxy advisors* que incurrir en estos conflictos de interés, suelen defenderse afirmando que son transparentes, en cuanto a que informan a sus clientes en todo momento de la existencia de esos potenciales conflictos de interés, y que los gestionan adecuadamente mediante la implantación de «cortafuegos» o «murallas chinas» entre las diferentes áreas de su organización, lo que impide el tráfico indebido de información entre ellas.

2. EXCESIVA CONCENTRACIÓN EN EL MERCADO DE PROXY ADVISORS

La doctrina viene afirmando que el mercado de asesores de voto constituye un claro ejemplo de oligopolio, al

controlar entre las dos empresas más importantes del sector (*Institutional Shareholders Services*, «ISS», y *Glass, Lewis and Co., LLC* «Glass Lewis») un 97 % del mercado norteamericano de asesoría de voto²⁷⁾. Esta misma situación es replicada en otros países, pues los *proxy advisors* de implantación local o nacional tienen una actividad minoritaria en sus respectivos mercados, en comparación con las dos firmas norteamericanas citadas, que son de ámbito global. Así, puede citarse a *IVOX* en Alemania (adquirida por *Glass Lewis* en Junio de 2015), *Shareholders Support* en Holanda, *Proxinvest* en Francia, *Manifest* y *PIRC* en Reino Unido, *Ethos* en Suiza, *Groupe Investissement Responsable Inc.* en Canadá o *The Sustainable Investment Research Institute* en Australia. Algunos de estos asesores de voto han constituido una alianza denominada *Expert Corporate Governance Service* «*ECGS*», como respuesta a la expansión geográfica experimentada por las dos firmas norteamericanas más importantes del sector, principalmente ISS. A través de dicha alianza, las entidades integradas en ella coordinan el análisis y la elaboración de recomendaciones en distintos países, aplicando una política de voto uniforme.

A este respecto, se alude también a las enormes barreras de entrada que debe superar cualquier nuevo participante en el mercado de la asesoría de voto, entre las que, de acuerdo con PERDICES HUETOS²⁸⁾, cabe señalar las siguientes: (i) los elevados costes de inicio de la actividad, pues la diversificación de las carteras de los inversores institucionales obliga a cualquier asesor de voto a cubrir una multiplicidad de países; (ii) la necesaria acumulación de reputación que se precisa para que las recomendaciones de los asesores de voto sean creíbles por parte de sus clientes y del mercado en general; (iii) las economías de escala existentes en este mercado, dado que los asesores de voto normalmente realizan las mismas recomendaciones para todos sus clientes en relación con cada sociedad analizada, salvo en aquellos casos en los que el inversor haya indicado al *proxy advisor* que tenga también en cuenta los propios criterios de aquél en materia de gobierno corporativo; (iv) el efecto atracción o «rebaño», que supone adherirse a los consejos de quien es seguido por la mayoría de los inversores; y (v) el coste que supone al inversor cambiar de asesor de voto una vez iniciada una relación con el mismo.

Ante esta situación del sector de la asesoría de voto, tanto la doctrina como los distintos intervinientes en los mercados (inversores, emisores, organismos supervisores, etc.) han venido reclamando la apertura del mercado a nuevos competidores para que desaparezca el duopolio *de facto* ahora existente.

3. CALIDAD DE LOS SERVICIOS: ESTANDARIZACIÓN DE LAS RECOMENDACIONES Y ERRORES COMETIDOS EN ELLAS POR LOS PROXY ADVISORS

Una de las críticas recurrentes de las sociedades emisoras se refiere a la estandarización de los informes de voto elaborados por los *proxy advisors*, producto de la necesidad de elaborar miles de recomendaciones de voto en un periodo muy concreto del año (la época de celebración de juntas generales) y en diferentes países, para lo cual la mayoría de los *proxy advisors* cuentan con una plantilla muy limitada. Así, según consulta efectuada el 11 de octubre de 2016 en sus respectivas páginas webs, *Glass Lewis* asesora a más de 1.200 clientes en más de 100 países y en relación con más de 20.000 juntas generales al año, contando con una plantilla de 360 empleados, de los que más del 50% se dedican a las labores de análisis de voto. Por su parte, *ISS* asesora a 1.600 clientes en relación con más de 39.000 sociedades y en más de 115 mercados, declarando tener una plantilla de 900 empleados, si bien no hemos encontrado una referencia al número de empleados dedicados específicamente a labores de análisis.

Ello provoca dos reproches por parte de los emisores a los asesores de voto. Por un lado, los informes de voto contienen frecuentes errores sobre la compañía objeto de análisis, de los que ésta se apercibe, en ocasiones, al conocer el voto negativo del inversor institucional. Este problema podría solventarse si el emisor pudiera opinar sobre la recomendación de voto antes de su remisión al inversor por parte del *proxy advisor*, tal y como proponía la Recomendación 2011-06 de 18 de marzo de 2011 de la Autoridad de los Mercados Financieros francesa, a la que nos referiremos en el siguiente apartado V. No obstante, esta posibilidad no está contemplada en la política de todos los asesores de voto, so pretexto de eludir influencias negativas por parte del emisor y de evitar el riesgo de: (i) infringir la normativa sobre información privilegiada; y (ii) vulnerar el derecho de información del accionista o el principio de paridad de trato entre ellos²⁹⁾.

Y de otra parte, se acusa a los asesores de voto de falta de rigor en sus recomendaciones, al no tener en cuenta

las circunstancias de la sociedad emisora ni la regulación sobre gobierno corporativo aplicable en su país de residencia, lo que aboca a los *proxy advisors* a la elaboración de informes estandarizados, de «talla única» o de «marcar la casilla». Además, se dice, esta estandarización tampoco tiene en cuenta los intereses o las orientaciones del propio inversor institucional que ha contratado al asesor de voto, lo que hace que el informe de voto no tenga la utilidad pretendida por el inversor.

A lo anterior se añade que los procesos internos y la metodología en la que basan sus recomendaciones los *proxy advisors* son generalmente opacos, lo que aviva la desconfianza hacia ellos.

4. REGULADORES DE FACTO

La actuación de los asesores de voto está provocando que los emisores deban cumplir con reglas de actuación que van más allá de lo exigido por el ordenamiento jurídico y por las recomendaciones de buen gobierno vigentes en cada país. Dichas reglas de actuación vienen determinadas por las políticas de gobierno corporativo elaboradas por los propios asesores de voto, cuyo nivel de exigencia se incrementa en cada revisión periódica de las mismas.

En defensa de su posición, los *proxy advisors* sostienen que en la revisión de sus políticas de voto tienen en cuenta las opiniones de los distintos participantes del mercado (inversores, emisores, reguladores, etc.) así como las de académicos y otros expertos en gobierno corporativo. Afirman también que los contactos que se mantienen a este respecto son públicos, normalmente mediante la organización de mesas redondas o eventos similares, y que en las revisiones se tienen en cuenta los cambios legales y de las recomendaciones de buen gobierno de cada país, así como las tendencias globales en gobierno corporativo.

5. AUSENCIA DE RIESGO Y DE RESPONSABILIDAD DE LOS PROXY ADVISORS

El hecho de que las recomendaciones de voto emitidas por los asesores de voto puedan ser seguidas por miles de inversores institucionales en juntas generales celebradas en todo el mundo, otorga a los *proxy advisors* un poder evidente que, sin embargo, no se corresponde con el correlativo riesgo de la inversión en acciones. Por ello, algunos autores han planteado la existencia de cierta similitud entre esta situación y la del «*empty voting*», fenómeno éste en el que existe una disociación entre el interés económico y la titularidad formal de las acciones³⁰.

Se ha planteado también si existe, o no, responsabilidad de los asesores de voto frente a la sociedad emisora por la emisión de recomendaciones inadecuadas. En principio, las dificultades probatorias para acreditar tanto el daño producido como la relación de causalidad entre la conducta del asesor de voto y dicho daño, unidas a la falta de regulación de la actividad de los asesores de voto en la mayoría de los países, dificultarían el éxito de una acción de responsabilidad de esta clase frente a los *proxy advisors*.

En cuanto a una eventual reclamación de responsabilidad a los asesores de voto por parte del inversor asesorado, también cabe cuestionar su prosperabilidad, dado que la ausencia de regulación legal aplicable a los *proxy advisors* haría que dicha responsabilidad se midiera con arreglo a los términos pactados en la contratación del servicio y a las reglas de conducta asumidas por el asesor de voto. Adicionalmente, el hecho incuestionable de que la decisión final sobre el sentido del voto la tiene el propio inversor dificultaría también el éxito de una reclamación de este tipo.

6. EL DEBATE SOBRE LA INFLUENCIA REAL DE LOS ASESORES DE VOTO

A pesar de los numerosos estudios realizados hasta la fecha para tratar de determinar, de manera empírica, el grado de influencia real de los asesores de voto sobre las decisiones adoptadas en las juntas generales³¹, no parece haberse llegado aún a conclusiones definitivas sobre esta cuestión, pues tal influencia está condicionada, a su vez, por diversos factores³².

Ante todo, debe tenerse en cuenta que cada inversor institucional decide su política de contratación de *proxy advisors*, de tal manera que: (i) algunos inversores deciden contratar a un asesor de voto para contrastar su recomendación con la resultante del análisis realizado por el propio inversor, mientras que otros inversores

delegan plenamente, *de facto*, el ejercicio del voto en el *proxy advisor*; (ii) algunos inversores, pero no todos, facilitan al *proxy advisor* que han contratado sus propias políticas de voto, con objeto de que el asesor de voto las tenga en cuenta a la hora de emitir sus recomendaciones; y (iii) algunos inversores contratan a más de un *proxy advisor*, con objeto de poder comparar recomendaciones y decidir con mayor criterio.

Ello hace que las recomendaciones de voto emitidas por los *proxy advisors* sean tomadas como una mera referencia en algunos casos, mientras que en otros pueden ser seguidas por los inversores *de forma ciega*, lo que hace muy difícil determinar la influencia real de los asesores de voto en el resultado de las votaciones en la junta general. Además, la coincidencia entre el voto y la recomendación no conlleva, necesariamente, que el primero sea consecuencia de la segunda, pues el voto puede obedecer al criterio propio del inversor, que ha utilizado la recomendación del asesor de voto como mero elemento de contraste de aquél.

Por otra parte, la influencia de las recomendaciones de los asesores de voto varía sustancialmente de unos países a otros, en función del grado de concentración del capital de las sociedades cotizadas y del porcentaje de dicho capital en manos de inversores institucionales, de modo que su influencia es mucho mayor en sociedades con un capital flotante elevado, siendo especialmente significativa en aquellas compañías que, por aplicación de su regulación especial, cuentan con límites máximos de participación en el capital social o en los derechos políticos de sus accionistas³³.

En cualquier caso, lo cierto es que los emisores, principalmente aquéllos que tienen un elevado capital flotante, consideran que la influencia de los *proxy advisors* es muy considerable, lo que provoca que las sociedades cotizadas se vean forzadas en la práctica a tratar de obtener su visto bueno respecto de las propuestas a presentar a la junta general.

Los asesores de voto, por su parte, rechazan tener un grado de influencia relevante en las decisiones de voto de los inversores, alegando que se limitan a emitir meras recomendaciones, cuyo seguimiento o rechazo corresponde en todo caso a sus clientes.

V. ALTERNATIVAS REGULATORIAS EN RELACIÓN CON LOS PROXY ADVISORS

En principio, las empresas de asesoramiento de voto no están sujetas a obligaciones de registro ante las autoridades de los mercados de valores ni, por lo tanto, son entidades supervisadas por aquéllas, al no considerarse prestadoras de asesoramiento financiero, lo que no excluye que algunos *proxy advisors* hayan llevado a cabo dicho registro³⁴.

No obstante, tanto organismos internacionales como supervisores, sean nacionales o internacionales, vienen preguntándose desde hace años sobre la conveniencia de regular la actividad del asesoramiento de voto.

Así, el informe de la OCDE *Corporate governance and the financial crisis*, de 24 de febrero de 2010³⁵ ponía ya de manifiesto los problemas que plantea esta actividad, proponiendo que las autoridades debían asegurar un mercado competitivo de servicios de asesoramiento de voto y vigilar la gestión de conflictos de interés por los asesores, especialmente la prestación de servicios simultáneos a los inversores y a las compañías analizadas.

A su vez, las alternativas regulatorias en torno a los *proxy advisors* pueden adoptar, tal y como acontece con otros aspectos de la gobernanza corporativa, dos enfoques diferentes, en función del carácter imperativo o de mera recomendación de la regulación aplicable a los asesores de voto.

1. LOS PROXY ADVISORS EN EL ÁMBITO DE LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO

Un primer ejemplo de regulación no imperativa de los asesores de voto lo encontramos en Estados Unidos. Así, el 14 de julio de 2010 la SEC publicó una consulta pública (*Concept Release on the U.S. Proxy System*³⁶), en la que planteaba la conveniencia de revisar el denominado *proxy system*, esto es, el conjunto de reglas que regulan la asistencia (salvo la realizada de forma personal) y la representación de los accionistas en las juntas generales. En el documento se hacía referencia a los *proxy advisors*, destacando los problemas que plantea su actividad, y se reclamaban opiniones sobre una eventual regulación del sector. Tras recibir más de 300 comentarios al documento³⁷, la SEC organizó en diciembre de 2013 una mesa redonda sobre los asesores de

voto con representantes del sector, de los inversores y de otros intervinientes en el mercado, así como del propio supervisor. Igualmente, el 30 de junio de 2014 las Divisiones de Gestión de Inversiones y de Financiación Corporativa de la SEC publicaron el denominado *Staff Legal Bulletin n. 20*, en el que, sin carácter normativo, se ofrecían directrices sobre algunas de las cuestiones que más preocupaban en relación con los asesores de voto³⁸.

Ya en Europa, la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia emitió con fecha 18 de marzo de 2011 su Recomendación 2011-06³⁹, por la que se exhortaba a los asesores de voto a que: (i) definieran y publicaran en su página web su política general de voto; (ii) establecieran y publicaran en la propia web las reglas del procedimiento a aplicar en sus análisis; (iii) remitieran a las sociedades cotizadas el borrador de su informe sobre recomendación de voto y publicaran a solicitud de aquéllas los comentarios realizados; (iv) hicieran públicas en su web las reglas aplicables a la comunicación del asesor de voto con las sociedades cotizadas; (v) e incluyesen en sus códigos de conducta las medidas adoptadas para prevenir conflictos de interés.

A nivel comunitario, el Libro Verde de la Comisión Europea de 5 de abril de 2011, tras exponer de nuevo los problemas derivados de la actuación de los asesores de voto, planteaba si debía regularse esta figura o establecer un Código de Conducta aplicable al sector, así como si eran necesarias medidas legislativas para restringir la capacidad de los *proxy advisors* para prestar servicios de consultoría a las empresas analizadas por ellos. Tras analizar las respuestas a las preguntas planteadas por el Libro Verde, la Comisión Europea publicó en 2012 su *Plan de Acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo, un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas (COM/2012/0740 final)*⁴⁰, en el que dejó constancia de su voluntad de estudiar una iniciativa regulatoria en esta materia en el año 2013, posiblemente con motivo de la revisión de la Directiva sobre derechos de los accionistas.

En Marzo de 2012, ESMA publicó el documento de consulta al que se hizo referencia en el apartado II de este trabajo en el que tras describir la industria de los *proxy advisors*, identificaba con claridad los problemas que plantea su actividad y planteaba cuatro opciones posibles desde el punto de vista regulatorio: (i) no establecer ninguna regulación en el ámbito de la Unión Europea; (ii) fomentar la creación de códigos de conducta nacionales, ya fueran promovidos por los Estados miembros o por la propia industria de los asesores de voto; (iii) adoptar instrumentos regulatorios *quasi vinculantes* a nivel de la Unión Europea bajo el principio de «cumplir o explicar» o mediante la implantación de guías o recomendaciones auspiciadas por ESMA; o (iv) promulgar normas vinculantes a nivel de la Unión Europea.

En respuesta a este documento de consulta de ESMA, en nuestro país se redactó el *Informe del Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*, al que hemos venido haciendo referencia en este trabajo, en el que el Grupo de Expertos se decantaba por la opción de desarrollar un código europeo con sujeción al principio de «cumplir o explicar», formulado por ESMA y dirigido a los *proxy advisors*⁴¹.

El 19 de Febrero de 2013 ESMA publicó su informe final sobre las aportaciones recibidas en relación con el documento de consulta de marzo de 2012, en el que, tras hacer hincapié en que las actividades de la industria de los *proxy advisors* y su relación con emisores e inversores no habían producido distorsiones en los mercados que requiriesen una intervención regulatoria inminente en la Unión Europea, el supervisor europeo optaba por la segunda de las alternativas planteadas, esto es, la elaboración de un código de conducta por los propios *proxy advisors*, pero no nacional sino a nivel paneuropeo. A tal efecto, ESMA identificó unos principios a modo de guía para la redacción del citado código y determinó que transcurridos dos años procedería a revisar el impacto que el mismo pudiera tener. Los citados principios se referían a: (i) la identificación, revelación y gestión de conflictos de interés; y (ii) el fomento de la transparencia para asegurar la exactitud y la fiabilidad del asesoramiento de voto, lo que a su vez debía conllevar (como subprincipios) que se hiciera pública la política general y la metodología utilizadas por los asesores de voto; que se tuvieran en cuenta las condiciones del mercado nacional de cada sociedad; y que los asesores de voto informasen a los inversores de sus contactos con los emisores⁴².

De acuerdo con las conclusiones del informe final de ESMA, seis empresas de asesoramiento de voto⁴³ constituyeron el *Best Practices Principles Group*, bajo la presidencia del Profesor Dr. Dirk Andreas Zetsche, de

la Universidad de Liechtenstein. Tras ser sometido a consulta pública, en marzo de 2014 se publicó el código de conducta elaborado por el grupo (« *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*»), el cual se integra por tres principios (*Calidad del servicio*, *Gestión de los conflictos de interés* y *Política de comunicación*), divididos a su vez en distintos subprincipios⁴⁴. De acuerdo con el código, las empresas de asesoramiento de voto que lo acaten deben manifestar en su página web el seguimiento, o no, de sus principios, de acuerdo con el principio de «cumplir o explicar».

El pasado 18 de diciembre de 2015, y tras realizar una extensa consulta pública, ESMA publicó su informe de seguimiento sobre el desarrollo del código («*Follow-up Report on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*») en el que el supervisor europeo de los mercados concluye que el código cumple, en líneas generales, con las expectativas del Informe Final de ESMA en cuanto a los dos principios que éste incluía (identificación, revelación y gestión de conflictos de interés y fomento de la transparencia para asegurar la exactitud y la fiabilidad del asesoramiento de voto), si bien existen posibilidades de mejora respecto del cumplimiento de algunos subprincipios, en concreto la revelación de la manera en la que las políticas de voto se aplican a la hora de prestar el asesoramiento por parte de los *proxy advisors*. Como consecuencia de ello, señala ESMA, existe más transparencia en la actividad de los asesores de voto tras la implantación del código, lo que permite a los emisores y a los inversores entender mejor su operativa⁴⁵.

Por otra parte, diversos códigos de buen gobierno han incluido referencias expresas a los *proxy advisors*. Así, el Principio 6 del *Stewardship Code* de Reino Unido (versión revisada de Septiembre de 2012) establece que los inversores institucionales deben hacer público: (i) el uso que hagan, en su caso, de los servicios de asesoramiento de voto; (ii) el alcance de dichos servicios; (iii) la identidad de los proveedores de tales servicios; y (iv) la medida en la cual el inversor institucional sigue, confía en o utiliza las recomendaciones de los asesores de voto.

Igualmente, en la Recomendación 4.^a de nuestro Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de febrero de 2015, se exhorta a las sociedades cotizadas a que definan y promuevan una política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto que sea plenamente respetuosa con las normas contra el abuso de mercado y dé un trato semejante a los accionistas que se encuentren en la misma posición⁴⁶.

De todo lo dicho hasta ahora se deduce que, ni en el ámbito europeo ni en Estados Unidos, existe actualmente un marco regulatorio de obligado cumplimiento aplicable a los asesores de voto, que desarrollan su actividad con arreglo a las reglas incluidas en los *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis* (o, en defecto de adhesión a dichos principios, en otras normas de conducta que hayan decidido observar), sin perjuicio de lo dispuesto en los códigos y recomendaciones de buen gobierno de algunos países.

2. PROPUESTAS EN EL ÁMBITO NORMATIVO

No obstante, esta situación puede cambiar a corto plazo, habida cuenta de las iniciativas actualmente en curso, tanto en Estados Unidos, como en la Unión Europea.

Así, es de señalar que el pasado 24 de Mayo de 2016 los Congresistas Sean Duffy y John Carney presentaron ante el Congreso de los Estados Unidos la denominada « *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016* », que pretende establecer un marco regulatorio para los *proxy advisors*, a quienes, de prosperar esta iniciativa, se les exigirá registrarse ante la SEC, hacer públicos sus conflictos de interés, mantener y publicar un código de conducta y divulgar públicamente la metodología utilizada para la formulación de sus recomendaciones y análisis de voto⁴⁷.

Por lo que se refiere al ámbito europeo, y a pesar de las conclusiones incluidas en el Informe Final de ESMA de 19 de febrero de 2013, la Comisión Europea ha decidido incluir a los asesores de voto en la *Propuesta de Directiva 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 y la [Directiva 2013/34/UE](#) en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial*, ya citada anteriormente.

La Propuesta define a los asesores de voto como «una persona jurídica que formule, con carácter profesional, recomendaciones a los accionistas sobre el ejercicio de sus derechos de voto» y establece obligaciones de transparencia a su cargo, dirigidas a asegurar que sus recomendaciones son exactas y fiables y que se basan en un análisis completo de toda la información de que disponga. A tal efecto, los *proxy advisors* deberán comunicar sin demora a sus clientes y a la sociedad objeto de análisis cualquier conflicto de interés real o potencial o cualquier relación comercial que puedan influir en la preparación de las recomendaciones de voto y las medidas adoptadas para eliminarlos o reducirlos.

Igualmente, de acuerdo con la Propuesta, los *proxy advisors* deberán publicar anualmente en su web, manteniéndola disponible durante al menos tres años desde dicha publicación, la información relativa a: (i) los métodos y modelos aplicables a la preparación de sus recomendaciones de voto; (ii) las principales fuentes de información utilizadas; (iii) si tienen en cuenta (y, en su caso, cómo) las condiciones jurídicas, reglamentarias y de mercado nacionales; (iv) si mantienen diálogos con las sociedades que son objeto de sus recomendaciones de voto y, en su caso, su alcance y naturaleza; (v) el número total de personas dedicadas a la preparación de las recomendaciones de voto; y (vi) el número total de recomendaciones de voto emitidas en el último año.

A priori, tanto la iniciativa legislativa norteamericana como la Propuesta parecen abordar los problemas planteados por la industria del asesoramiento de voto. No obstante, habrá que esperar a la redacción final de ambas normas para conocer los términos definitivos de la regulación que, en su caso, se imponga a los *proxy advisors*.

VI. LA INCIDENCIA PRÁCTICA DE LOS ASESORES DE VOTO EN ESPAÑA

La incidencia práctica de los *proxy advisors* en nuestro país deriva de su condición de asesores de inversores extranjeros con participaciones en empresas españolas, pues los principales inversores institucionales españoles (fondos de inversión y de pensiones) no suelen recurrir a la contratación de *proxy advisors*, al venir obligados al ejercicio del derecho de voto sólo en muy limitadas circunstancias. Así, las instituciones de inversión colectiva sólo están obligadas a ejercer el derecho de voto respecto de sociedades españolas en las que, además, la participación supere el 1 % del capital social y tenga una antigüedad superior a 12 meses, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe anual. En cuanto a los fondos de pensiones, la normativa establece que la comisión de control estará obligada a ejercer el derecho de voto en caso de relevancia cuantitativa y carácter estable de los valores integrados en el fondo, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe de gestión anual del fondo de pensiones⁴⁸.

La influencia real de los *proxy advisors* en España es difícil de valorar, por las razones ya expuestas en este trabajo. No obstante, se viene estimando que dicha influencia es menor en nuestro país, respecto de otras jurisdicciones, como consecuencia de la mayor concentración accionarial de las empresas españolas y de la menor presencia en su accionariado de inversores institucionales extranjeros, sin perjuicio de que en algunos casos las recomendaciones de los *proxy advisors* puedan llegar a ser determinantes para la aprobación de acuerdos en la junta general⁴⁹.

En todo caso, informes recientes permiten extraer dos conclusiones en relación con la influencia de los asesores de voto en nuestro país: (i) dicha influencia está aumentando, de la mano del incremento del capital flotante de nuestras empresas y de la creciente inversión extranjera⁵⁰; y (ii) existe una evidente correlación entre las recomendaciones de los *proxy advisors* y los resultados de las votaciones de las juntas generales en relación con los asuntos que pueden considerarse relevantes para los asesores de voto⁵¹.

Las materias que son objeto de mayor atención por parte de los *proxy advisors* en las juntas generales de las sociedades cotizadas españolas y que concentran los mayores porcentajes de recomendaciones negativas de voto por su parte, son las siguientes:

- Consejo de administración:
 - o Nombramientos y reelecciones de consejeros

- o Acumulación de las funciones de Presidente del Consejo y de máximo ejecutivo de la sociedad.
- o Diversidad de género en el consejo.
- o Porcentaje de consejeros independientes.
- o Política de selección de consejeros independientes.
- o Nombramiento de consejeros dominicales.
- o Composición de las Comisiones del Consejo de Administración.
- o Retribuciones del consejo:
- o Objetividad de los criterios para la evaluación del desempeño.
- o Límites de la retribución variable.
- o Criterios aplicables a los incentivos a largo plazo.
- o Límites de las indemnizaciones por cese.
- o Asignación de retribución variable a los consejeros independientes.
- o Ausencia de cláusulas contractuales de reembolso de indemnizaciones y de retribución variable en casos de fraude y similares.

- Relación socio-sociedad:

Dilución en aumentos de capital sin derecho de suscripción preferente, principalmente en los casos de capital autorizado.

Alteración del principio de igualdad de trato del accionista (limitaciones máximas del derecho de voto que puede ejercer un mismo accionista, protección del derecho de información, etc.).

- Otras cuestiones:

Auditor de cuentas de la sociedad.

Emisiones de obligaciones.

Precio máximo para la compra de acciones propias.

Responsabilidad social corporativa y medioambiental.

Para intentar contrarrestar la influencia de los *proxy advisors*, las empresas españolas decidieron ya hace algunos años incrementar su diálogo con los inversores institucionales, estableciendo contactos y visitas («*roadshows*») en los que suelen participar el Secretario del consejo o un miembro de su equipo, normalmente el responsable de gobierno corporativo, así como representantes de los departamentos de Relaciones con inversores y, cada vez más, de Responsabilidad social corporativa de la empresa. Estos contactos comenzaron a mantenerse durante la temporada de juntas generales, si bien en la actualidad, y siguiendo las tendencias internacionales, se van extendiendo a otros momentos del año. Su finalidad es construir un diálogo permanente entre el emisor y sus accionistas y así aumentar la implicación de los inversores en la gestión de la compañía, tratando de alinear la estrategia de la sociedad con los intereses de sus accionistas. Además, estos acercamientos permiten a la compañía anticipar cuál será la actitud de los inversores respecto de los asuntos sobre los que tendrá que decidir en su momento la junta general.

También se llevan a cabo encuentros cada vez más habituales entre las sociedades cotizadas y los *proxy advisors*, lo que ha contribuido a que éstos vayan alcanzando un mayor conocimiento de las empresas españolas y de su entorno económico y regulatorio, de lo que se infiere un claro cambio de actitud por parte de los asesores de voto⁵².

Los resultados alcanzados hasta ahora como consecuencia del mayor *engagement* de los inversores

institucionales y del esfuerzo que vienen realizando las empresas españolas y los *proxy advisors* por entenderse mutuamente, son positivos, como lo demuestra el hecho de que en las juntas generales celebradas en el año 2015, el porcentaje de recomendaciones de voto positivas de los *proxy advisors* aumentó respecto del año 2014⁵³).

VII. CONCLUSIONES

Del presente trabajo se pueden extraer, a nuestro juicio, las siguientes conclusiones:

Primera. Los *proxy advisors* son un producto de la regulación, al haber nacido para facilitar el cumplimiento de los deberes legales y/o recomendaciones de buen gobierno, en relación con el ejercicio del derecho de voto, por parte de los inversores institucionales.

Segunda. La función principal de los asesores de voto es la elaboración de recomendaciones, favorables o desfavorables, dirigidas a los inversores que les contratan, en base al cumplimiento o incumplimiento por parte de las sociedades cotizadas de determinados estándares de buen gobierno corporativo asumidos por los propios *proxy advisors*.

Tercera. Su influencia real es difícil de medir, si bien puede afirmarse que sus recomendaciones son seguidas de forma significativa por los inversores institucionales. No obstante, dichos inversores cuentan cada vez más con equipos propios dedicados al análisis y decisión del voto en las juntas generales, utilizando las recomendaciones de los *proxy advisors* como contraste de sus propias conclusiones.

Cuarta. El hecho de que la normativa y las recomendaciones de buen gobierno sean de ámbito normalmente nacional, frente a los estándares de gobierno corporativo de los *proxy advisors*, que tienen vocación global, provoca que a veces se produzcan conflictos entre los emisores y los asesores de voto.

Quinta. La actual falta de una regulación de obligado cumplimiento para la actividad del asesoramiento de voto, a pesar de los problemas que ésta plantea (conflictos de interés, alta concentración del mercado, etc.) y de su evidente influencia en las decisiones de los accionistas, puede cambiar a corto plazo tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea, de prosperar las iniciativas actualmente en curso.

Sexta. Las políticas de voto de los *proxy advisors* recogen recomendaciones formuladas por organismos públicos, instituciones privadas e inversores institucionales muy involucrados en el gobierno corporativo, por lo que el papel de los asesores de voto en muchos casos es el de anticipar las tendencias y principios de buen gobierno que posteriormente se incorporarán a nivel local.

En este sentido, es innegable que los *proxy advisors* juegan un papel importante en el desarrollo e implantación de las reglas de buen gobierno, actuando como canalizadores de las tendencias en esa materia y obligando, de alguna manera, a que en los consejos de administración y en las juntas generales se dedique más tiempo a tratar de estos asuntos.

Séptima. Las sociedades cotizadas deben avanzar todo lo posible en el establecimiento de un diálogo directo con los inversores, a través del cual éstos se involucren más en la gestión de la compañía (*engagement*), lo que permitirá mitigar los riesgos derivados de las recomendaciones de voto negativas de los *proxy advisors*.

Octava. Igualmente, las compañías deben ser activas en la búsqueda del diálogo con los asesores de voto, favoreciendo el entendimiento de los respectivos puntos de vista sobre los asuntos que más preocupan a los *proxy advisors* y a las sociedades cotizadas.

Novena. Los inversores institucionales deben incrementar su *engagement* en las sociedades en las que participan, yendo más allá del estricto cumplimiento de las obligaciones legales impuestas por el legislador para el caso de superación de umbrales mínimos de participación, y justificar en todo momento a sus partícipes el ejercicio responsable del derecho de voto.

Para ello, deben efectuar en todo caso su propio análisis de las propuestas de acuerdos a someter a la junta general, utilizando las recomendaciones de los asesores de voto como una información más a la hora de

decidir el sentido del voto, pero sin delegar *de facto* en ellos la decisión a adoptar.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

ALBA FERNÁNDEZ, Manuel, *El deber de ejercicio de los derechos políticos del socio de las sociedades gestoras de fondos de inversión*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2009

AUTORIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DE FRANCIA, *Recomendación 2011-06*, de 18 de marzo de 2011, disponible en http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financier/es/Gouvernement-d-entreprise/Les-recommandations-de-l-AMF-sur-les-agences-en-conseil-de-vote.html

BEST PRACTICES PRINCIPLES GROUP, *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*, disponible en: <http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf>

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS: *Consultation paper 25-401: Potential regulation of proxy advisory firms*, disponible en http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20120621_25-401_proxy-advisory-firms.htm

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES «CNMV»:

Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, febrero de 2015, disponible en http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf

Informe del Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles, disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>

COMISIÓN EUROPEA:

Propuesta de Directiva 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 y la [Directiva 2013/34/UE](#) en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial, disponible en <http://www.tesoro.es/sites/default/files/Propuesta%20Directiva%20implicaci%C3%B3n%20accionistas.pdf>

Plan de Acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo, un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas (COM/2012/0740 final), disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=ES>

Libro Verde sobre normativa de gobierno corporativo de la Unión Europea, de 5 de abril de 2011, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_es.pdf

DIAZ RUIZ, Emilio, «Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo», *RDM*, 263 (2007), págs. 193 y ss.

ENCISO ALONSO-MUÑUMER, María, «Los inversores institucionales en las reglas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas», en *Cuadernos de Derecho para ingenieros*, Volumen 9, Ed. Wolters Kluwer, Madrid, 2011.

EUROPEAN SECURITIES MARKETS AUTHORITY «ESMA»:

Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf>

ESMA's Discussion Paper. An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Option, de 22 de marzo de 2012, disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf>

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *UK Stewardship Code* de 2010, revisado posteriormente en el año 2012, disponible en <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

GALLEGO CÓRCOLES, Ascensión:

- «Informe final de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en materia de *proxy advisors*», Revista de Derecho de Sociedades, 40 (2013), págs. 595 a 606.
- Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas, Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2014.

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco Javier:

- «La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto», RDS, 26 (2006), págs. 203 a 217.
- «La cotización de sociedades españolas en mercados extranjeros: el rompecabezas normativo», RMV, 3 (2008), págs. 135 a 146.
- «Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales», en Alonso Ledesma / Alonso Ureba / Esteban Velasco (dir.) *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 195 a 225.
- «Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC», RMV, 10 (2012), págs. 241 a 249.

GARRIDO, J. María, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia 2002.

GEORGESON Y CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA:

- *El Gobierno corporativo y los inversores institucionales*, Madrid, 2014.
- *El Gobierno corporativo y los inversores institucionales*, Madrid, 2016.

HERNÁNDEZ PEÑASCO, Ramón, «El voto transfronterizo mediante intermediario financiero: el artículo 524 de la Ley de Sociedades de Capital», RdS, 40 (2013), págs. 245 a 271.

MALENKO, Nadya y SHEN, Yao, *The role of proxy advisory firms: evidence from a regression-discontinuity design*, Noviembre 2015, disponible en: [HTTP://PAPERS.SSRN.COM/SOL3/PAPERS.CFM?ABSTRACT_ID=2526799](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2526799)

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, María Teresa:

- «La Directiva sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en la Junta General de las sociedades cotizadas y su impacto sobre el Derecho español», RdS, 29 (2008), págs. 39 a 89.
- «Sobre la transposición al derecho español de la Directiva de voto transfronterizo», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 341 a 354.
- «La reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas», RdS, 37 (2011), págs. 119 a 140.

MARTÍNEZ ROSADO, Javier, «La propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (presentada por la Comisión el 5 de enero de 2006) sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE», en Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, n.º 2008/16, Enero 2008,

disponible en http://eprints.ucm.es/6539/1/PROP_DIR_EJERCICIO_DERECHO_DE_VOTO.pdf

MIRANDA JOHANSSON, Borja, «Proxy advisors y proxy solicitors. Su aportación al desarrollo del gobierno corporativo», en *Perspectivas del Gobierno Corporativo para la Economía Española*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2015.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Corporate governance and the financial crisis*, de 24 de febrero de 2010, disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>

PERDICES HUETOS, Antonio B.:

- «Los Asesores de Voto. Evidencias y Mitos desde la Polémica de los Proxy Advisors», en *Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, Madrid, 2011.

- «Las agencias de calificación crediticia y los *proxy advisors*», en Cuadernos de Derecho para ingenieros, Volumen 9, Ed. Wolters Kluwer, Madrid, 2011.

- «Los asesores de voto» en Estudios de Derecho Mercantil. Liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 2013.

- «Estructura del accionariado e intervención de intermediarios financieros: ejercicio del voto y otorgamiento de delegaciones de voto por parte de entidades intermediarias titulares de los registros contables (art. 524LSC)», en RODRÍGUEZ ARTIGAS / ALONSO UREBA / FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA / VELASCO SAN PEDRO / QUIJANO GONZÁLEZ (Dir.) *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, Ed. Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*, Mayo 2013, disponible en: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

RONCERO SÁNCHEZ, Antonio:

-«El deber de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera de un inversor institucional», *Noticias de la Unión Europea*, 283 (2008), págs. 101 y ss.

- «Los inversores institucionales y el denominado “gobierno corporativo”», en *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid 1999, págs. 665 a 704.

- *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION:

Staff Legal Bulletin n. 20, disponible en <http://www.sec.gov/interp/legal/cfslb20.htm>

Roundtable on the current use of proxy advisory firm services by institutional investors and investment advisers, disponible en <http://www.sec.gov/spotlight/proxy-advisory-services.shtml>

Concept Release on the U.S. Proxy System, Octubre 2010, disponible en <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>

Comments on Concept Release on the U.S. Proxy System, disponible en <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410.shtml>

Proxy Voting by Investment Advisers, Advisers Act Release No. 1.-2106, 17 C.F.R., de 31 Enero 2003, disponible en: <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>.

TRÍAS SAGNIER, Miguel, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw-Hill, Madrid, 1998.

VEIGA COPO, Abel B.:

- «El voto transfronterizo en las sociedades. Hacia la revitalización de las Juntas. A propósito de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006», *La Ley*, núm.6471 (27.04.2006), págs. 1594 a 1604.

- «El ejercicio de los derechos de los accionistas a la luz de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006. El accionista extranjero», *RDM*, 261 (2006), págs. 1059 a 1086.

WINTER, Jaap, «Cross-border voting in Europe», en Hopt, K. / Wymeersch, E. (Dir.) *Capital markets and Company Law*, Oxford University Press, 2003, págs. 387 a 426.

YANES YANES, Pedro, «El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea», en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, Tomo I, págs. 463 a 501.

NOTAS AL PIE DE PÁGINA

1

Definición extraída del *Libro Verde sobre normativa de gobierno corporativo de la Unión Europea*, de 5 de abril de 2011, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_es.pdf [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

2

En nuestro país, algunos ejemplos de este proceso de revitalización de la junta general los encontramos en la [Ley 31/2014, de 3 de diciembre](#), de reforma de la [Ley de Sociedades de Capital](#) para la mejora del gobierno corporativo, en cuya virtud, y de forma sintética: (i) se incrementan las competencias de la junta (posibilidad de impartir instrucciones al órgano de administración en asuntos de gestión en sociedades anónimas; competencias adicionales en relación con activos esenciales de la compañía; votación consultiva del Informe de Retribuciones y aprobación por la junta de la Política de Retribuciones, etc.); (ii) se establecen cambios en las votaciones en la junta general (votación separada por asuntos; regulación del conflicto de interés del socio; nuevo régimen de mayorías para la adopción de acuerdos); y (iii) se modifica el régimen aplicable a la impugnación de acuerdos sociales en defensa de la minoría (nueva causa de impugnación en caso de imposición abusiva de acuerdos sociales por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios).

3

Sobre el voto transfronterizo pueden consultarse los trabajos incluidos en la relación de bibliografía incluida al final.

4

El ya citado Libro Verde de 5 de abril de 2011 aludía expresamente a que «la influencia de los asesores de voto suscita algunas inquietudes», habiéndose reiterado esta misma calificación en posteriores documentos redactados por organismos reguladores y supervisores, a los que se irá haciendo referencia a lo largo de este trabajo.

5

Es el caso de *Glass, Lewis and Co., LLC*, el segundo asesor de voto norteamericano por volumen de negocio, en cuya página web aparece el documento «*Conflict of interest Statement*» en el que dicha compañía indica que no ofrece servicios de consultoría a los emisores o a sus administradores. Dicho documento está disponible en <http://www.glasslewis.com/conflict-of-interest/> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

6

Por ello, los asesores de voto formarían parte de lo que GALLEGO CÓRCOLES denomina «*profesionalización del ejercicio del derecho de voto*». GALLEGO CÓRCOLES, Ascensión, en *Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*, Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2014, pág. 18.

7

La *proxy solicitation* norteamericana fue objeto de estudio por RONCERO SÁNCHEZ, Antonio, en *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*, McGraw-Hill, Madrid, 1996, páginas 377 a 379.

8

Una comparación más exhaustiva de la que, por razones de espacio, se expone aquí, entre las funciones de los *proxy advisors* y los *proxy solicitors* puede verse en MIRANDA JOHANSSON, Borja, «Proxy advisors y proxy solicitors. Su aportación al desarrollo del gobierno corporativo», en *Perspectivas del Gobierno Corporativo para la Economía Española*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 121 y siguientes.

9

En este sentido, pueden citarse los documentos de consulta publicados por la *Securities and Exchange Commission* en julio de 2010 (*Concept Release on the U.S. Proxy System*) y por la *Canadian Securities Administrators* en junio de 2012 (*Consultation paper 25-401: Potential regulation of proxy advisory firms*, a los que nos referiremos en el apartado IV de este trabajo.

Ambos documentos están disponibles en: <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf> y http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20120621_25-401_proxy-advisory-firms.htm [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

10

A nivel comunitario, el asesoramiento en materia de inversión se encuentra regulado actualmente en la [Directiva 2004/39/CE](#), del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros («MIFID»). En España, el asesoramiento en materia de inversión es un servicio de inversión tipificado en el [artículo 140.g\)](#) del [Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre](#), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, cuya regulación se completa con el [Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero](#), sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y en la [Circular 10/2008, de 30 de diciembre](#), de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las empresas de asesoramiento financiero.

11

Así se concluye en el documento de la *Canadian Securities Administrators* citado anteriormente.

12

Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

13

Los terceros por cuya cuenta actúa el inversor institucional son en muchos casos, aunque no necesariamente siempre, pequeños inversores que canalizan sus inversiones a través de aquél, en base a la confianza que les proporciona su profesionalidad. En el caso concreto de los fondos de inversión o de pensiones, la normativa se refiere a ellos como «*participes*».

14

Además de los fondos de inversión y los fondos de pensiones, algunos autores incluyen también como inversores institucionales a las entidades de crédito y a las aseguradoras.

15

Sobre el ejercicio de los derechos políticos por parte de los inversores institucionales pueden consultarse las obras incluidas en la relación de bibliografía del presente trabajo.

16

Employee Retirement Income Security Act, de 1974.

17

Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

18

Así, el [artículo 46.1, apartado d\)](#), de la [Ley 35/2003](#), de Instituciones de Inversión Colectiva, y el [artículo 115.1, apartado i\)](#) del [Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio](#), por el que se aprobó su Reglamento; y el [artículo 69.7](#) del [Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero](#), por el que se aprobó el Reglamento de planes y fondos de pensiones. En el apartado VI de este trabajo haremos referencia a los casos concretos en los que es obligado

ejercer el derecho de voto por parte de estas instituciones.

19

PERDICES HUETOS, Antonio, «Los Asesores de Voto. Evidencias y Mitos desde la Polémica de los Proxy Advisors», en *Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, Madrid, 2011, págs. 9 y 10.

20

Disponible en <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

21

La Propuesta define la «implicación del accionista» como *la supervisión ejercida por un accionista, solo o con otros accionistas, sobre la sociedad en lo que respecta a la estrategia, los resultados, el riesgo, la estructura de capital y la gobernanza empresarial, manteniendo un diálogo con las sociedades sobre estos asuntos y votando en la junta general*.

La Propuesta está disponible en: <http://www.tesoro.es/sites/default/files/Propuesta%20Directiva%20implicaci%C3%B3n%20accionistas.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

22

No obstante, es de señalar que cada vez más inversores institucionales cuentan con equipos propios para el análisis de las propuestas que se someten a las juntas generales de las sociedades participadas, contratando a los asesores de voto como mero contraste de las conclusiones alcanzadas por sus equipos internos.

Así, MIRANDA JOHANSSON alude a BLACKROCK, VANGUARD, FIDELITY y AMUNDI como ejemplos de inversores institucionales que disponen de sus propios equipos de análisis y que, a su vez, contratan a *proxy advisors*. MIRANDA JOHANSSON, Borja en «Proxy advisors y proxy solicitors...», pág. 121.

23

En este sentido, GALLEGO CÓRCOLES, Ascensión, en *Asesores de Voto...*, pág. 71, y PERDICES HUETOS, Antonio en «Los asesores de Voto...», pág. 13.

24

A esta cuestión se refirió de forma expresa el apartado IV.III. «*Investor responsibilities*» del *ESMA's Discussion Paper* de 22 de marzo de 2012 al que antes hicimos referencia.

25

PERDICES HUETOS («Los Asesores de Voto...», pág. 35) alude al caso *Aetna*, publicado por *The Wall Street Journal* el 22 de junio de 2004, en el que una sociedad que tenía asignado el nivel 30 sobre 100 en el *rating* elaborado por ISS, pasó al nivel 99 después de contratar los servicios de asesoramiento de la propia ISS.

26

De acuerdo con lo señalado en el informe de PRICEWATERHOUSECOOPERS *Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*, Mayo 2013, pág. 12, los dos *proxy advisors* más importantes presentan conflictos de interés en esta materia, pues ISS fue adquirida por MSCI Inc., un proveedor de herramientas de soporte para decisiones de inversión, y Glass Lewis tiene como principales accionistas de control a dos importantes inversores institucionales, concretamente *Ontario Teacher's Pension Plan* y *Alberta Investment Management Corp.*

El citado informe está disponible en: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

27

Otros asesores de voto norteamericanos son *The Marco Consulting Group* y *Egan-Jones Proxy Services*.

28

«Los Asesores de Voto...», pág. 23.

29

Ha estudiado extensamente estas cuestiones GALLEGO CÓRCOLES, Ascensión, en *Asesores de Voto...* págs. 89 a 115.

30

Se refiere a esta cuestión PERDICES HUETOS en «Los Asesores de Voto...», páginas 42 y 43.

31

Han estudiado esta influencia, entre otros autores y con cita de otros anteriores, MALENKO, Nadya y SHEN, Yao, *The role of proxy advisory firms: evidence from a regression-discontinuity design*, Noviembre 2015, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2526799 [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

32

Los datos ofrecidos hasta ahora sobre el grado de influencia real de los *proxy advisors* son muy variables y van desde el 6-10% que ofrecen algunos estudios realizados en Estados Unidos a los que se refiere PERDICES HUETOS, Antonio en «Los asesores de voto», en *ESTUDIOS DE DERECHO MERCANTIL. LIBER AMICORUM PROFESOR DR. FRANCISCO VICENT CHULIÁ*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 2013, pág. 572; al 20 % al que hace referencia el estudio de PRICEWATERHOUSECOOPERS *Proxy Advisors...*, pág. 9; o incluso al 30 % al que alude GALLEGO GÁRGOLES en *Asesores de Voto...*, pág. 24.

Por lo que se refiere a España, el *Informe del Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*, al que se hará referencia en el apartado V de este trabajo, no cuantificó el grado de influencia en nuestro país, si bien señaló la creciente influencia de los *proxy advisors* en las decisiones de las juntas generales de nuestras sociedades cotizadas.

33

En el *Informe del Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*, antes citado, se ponían como ejemplos de sociedades a las que afectan limitaciones de este tipo en España los de los operadores de las redes de transporte de electricidad y de gas. En estos casos, según el Informe, las recomendaciones de los *proxy advisors* pueden llegar a ser determinantes de la aprobación o rechazo de las propuestas del consejo de administración (pág.10 del citado informe).

34

Se refiere a estos casos GALLEGO CÓRCOLES en *Asesores de Voto...*, págs.131 a 138, con referencia a ISS, que se registró voluntariamente ante la SEC al amparo de la regulación aplicable a los consultores de fondos de pensiones cuya cartera agregada de activos sea superior a 200 millones de dólares, y a PIRC, que se halla sujeta a supervisión en Reino Unido. No es el caso de otros asesores de voto establecidos tanto en Estados Unidos como en Reino Unido, que no han efectuado registro alguno ante las autoridades supervisoras.

35

Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

36

Disponible en: <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

37

Disponibles en: <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410.shtml> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

38

La información relativa a ambas iniciativas está disponible en: <http://www.sec.gov/spotlight/proxy-advisory-services.shtml> y <http://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

39

Disponible en: http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Les-recommandations-de-l-AMF-sur-les-agences-en-conseil-de-vote.htm [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

40

Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=ES> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

41

Disponible en: <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

42

Un comentario al Informe Final de ESMA puede encontrarse en GALLEGO CÓRCOLES, Ascensión, «Informe final de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en materia de «proxy advisors»», *Revista de Derecho de Sociedades*, 40 (2013), págs. 595 a 606.

43

Concretamente Glass Lewis, ISS, IVOX, Manifest, PIRC y Proxinvest.

44

El citado código, que no se refiere a «asesores de voto» sino a «proveedores de investigación y análisis sobre el voto de los accionistas», está disponible en: <http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

45

El citado informe está disponible en: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf> [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

46

El Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (febrero de 2015) está disponible en: http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf [Última consulta: 11 de octubre de 2016]

47

El texto de dicha iniciativa legislativa y el informe emitido sobre ella con fecha 28 de Septiembre de 2016 por el *Committee on Financial Services* del Congreso están disponibles en: <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/bills-114-pafra-pih.pdf> y <https://www.congress.gov/114/crpt/hrpt798/CRPT-114hrpt798.pdf>, respectivamente [Última consulta: 19 de octubre de 2016]

48

Así resulta de lo dispuesto en los [artículos 46.1, apartado d\)](#), de la [Ley 35/2003](#), de Instituciones de Inversión Colectiva, y [115.1, apartado i\)](#) del [Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio](#), por el que se aprobó su Reglamento; y del [artículo 69.7](#) del [Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero](#), por el que se aprobó el Reglamento de planes y fondos de pensiones.

49

Es el caso de los operadores de las redes de transporte de electricidad y de gas, tal y como puso de manifiesto el *Informe del Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*, pág. 10.

Sobre la relatividad de la influencia de los *proxy advisors* en relación con el capital flotante de las compañías españolas, aporta datos muy interesantes el informe *El Gobierno corporativo y los inversores institucionales*, de GEORGESON Y CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA, Madrid, 2014, págs. 18 y 19.

50

Hacen referencia a ambas cuestiones distintos informes, entre los que pueden citarse el *Informe del Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*, pág. 10; el informe de PRICEWATERHOUSECOOPERS *Proxy Advisors, ¿Qué impacto...?*, págs. 4 y 22; y el informe *El Gobierno corporativo y los inversores institucionales*, de GEORGESON Y CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA, Madrid, 2016, págs. 12, 20 y 21 a 23.

51

Aporta datos de interés a este respecto el informe de PRICEWATERHOUSECOOPERS *Proxy Advisors, ¿Qué impacto...?* , págs. 16 a 19.

52

Alude a dicho cambio de actitud el informe de PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Proxy advisors ¿qué impacto...?* , pág. 4, al mostrarse los asesores de voto más flexibles en sus recomendaciones, más transparentes en sus metodologías de trabajo y con una mayor predisposición a mantener el diálogo con los emisores fuera incluso de la temporada de juntas.

53

Así consta en el informe de GEORGESON Y CUATRE CASAS GONÇALVES PEREIRA *El Gobierno corporativo...* , pág. 24, en el que se analizaron las juntas generales de 33 de las 35 compañías que componían el Ibex-35 al cierre de la temporada de juntas generales del año 2015.