



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Administración y Dirección de
Empresas**

**Gobierno de las Sociedades
Cotizadas: Asesores de Voto**

Presentado por:

Gabriel Hernández Díez

Tutelado por:

Luis Ángel Sánchez Pachón

Valladolid, 4 de julio de 2018

RESUMEN

En las últimas décadas el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas ha experimentado un cambio importante. Debido al aumento del activismo de los inversores institucionales, como puedan ser los bancos de inversión o fondos de pensiones, y el aumento de la regulación en materia de buen gobierno corporativo, evitando prácticas abusivas por parte de los presidentes de dichas sociedades emisoras de títulos y los consejeros de las mismas. La actividad de los asesores de voto ha sido crucial en dicha evolución, pues son estos quienes, en muchos casos, median entre las sociedades cotizadas y sus inversores; dando recomendaciones a ambas partes. Analizaremos la actividad de los mismos, asesorando por un lado a las sociedades emisoras sobre prácticas de gobierno de la empresa y conforme a las propuestas que esta realice en junta general, después de realizar los análisis necesarios, aconsejando a los inversores votar a favor o en contra de dichas propuestas. Así como los posibles problemas que puedan surgir en el desarrollo de su labor.

Códigos JEL: G23, G24, G34

ABSTRACT

In recent decades the corporate governance of listed companies has undergone a considerable change. Due to the increase in the activism of institutional investors, such as investment banks and pension funds, and the increase in regulation in terms of good corporate governance, avoiding abusive practices by the chairs and directors of these share-issuing companies. The activity of the proxy advisors has been crucial in this evolution, as they are the ones who, in many cases, mediate between the listed companies and their investors; giving recommendations to both parts. We will study their work, on the one hand advising the issuing companies about the company's governance practices and in accordance with the proposals

made by the general meeting of shareholders, after carrying out the necessary analyzes, advising investors to vote for or against such proposals. As well as the problems that may arise in the process.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	6
2. METODOLOGÍA	6
3. LA SOCIEDAD COTIZADA Y SU REGULACIÓN EN ESPAÑA	7
4. CONCEPTO DE ENTIDAD ASESORA DE VOTO	8
4.1. Concepto de entidad asesora de voto en la directiva 2017/828	8
4.2. Figuras afines	8
4.2.1. Los proxy solicitors	8
4.2.2. Los proxy agents	9
4.2.3. Las empresas de asesoramiento financiero	10
4.2.4. Los gatekeepers	10
5. ORÍGENES Y EVOLUCIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO	10
6. LAS POSIBILIDADES DE ACTUACIÓN DE LOS PROXY ADVISORS EN EL MERCADO	14
6.1. Servicios de asesoramiento y colaboración en el ejercicio del derecho de voto prestados principalmente a inversores	15
6.2. Servicios prestados a sociedades cotizadas emisoras: asesoramiento sobre buenas prácticas de gobierno corporativo	17
7. EL PAPEL DE LOS PROXY ADVISORS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS	19
7.1. El asesoramiento en materia de voto como herramienta al servicio del inversor institucional y del buen gobierno corporativo	19
7.2. La comunicación permanente entre el proxy advisor y las sociedades emisoras, con particular referencia a las sociedades cotizadas españolas	21
7.2.1. Consideraciones previas	22
7.2.2. El diálogo con emisores como herramienta orientada a la correcta prestación del servicio de asesoramiento de voto	23

7.2.3. El diálogo con los asesores de voto como elemento integrante de la estrategia de comunicación de información selectiva al mercado y sus límites 24

8. PROBLEMAS QUE PRESENTA LA ACTUACIÓN DE LOS PROXY ADVISORS Y POSIBLES NORMATIVAS	26
8.1. La falta de competencia en el sector	26
8.2. La emisión de recomendaciones estandarizadas	27
8.3. La falta de transparencia en la actividad de los proxy advisors.....	28
8.4. Los conflictos de interés entre la sociedad cotizada y los asesores de voto 30	
8.5. Ausencia de riesgo y responsabilidad	31
9. REGULACIÓN EXISTENTE	32
10. LA INCIDENCIA PRÁCTICA DE LOS ASESORES DE VOTO EN ESPAÑA 33	
11. CONCLUSIONES	36
12. BIBLIOGRAFÍA	37
12.1. Libros, artículos, informes y revistas.....	37
12.2. Webs consultadas y artículos de prensa.....	38

1. INTRODUCCIÓN

La importancia concedida al gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en los últimos años, debido al aumento de la regulación en la transparencia de los consejos de administración, las políticas seguidas por las sociedades emisoras de acciones, el gradual aumento del conocimiento de los inversores y con ello la preocupación por estar informados sobre estos asuntos para actuar en consecuencia, pues son ellos quienes soportan el riesgo económico, ha propiciado un rápido crecimiento de las compañías asesoras de voto. Los inversores institucionales responsables de la gestión de las, cada vez más diversificadas, carteras accionariales de sus clientes buscan opiniones profesionales al respecto de los puntos del día de las juntas generales de accionistas. Dichos profesionales elaboran informes contrastando las posibles consecuencias que podría tener el voto favorable o no a dichas propuesta, dando una recomendación final argumentada e informando de la metodología utilizada para su alcance.

De la misma manera los asesores de voto son contratados por las sociedades cotizadas en busca de recomendaciones sobre buen gobierno corporativo, puesto que son ellos quienes mejor conocen las preocupaciones de los inversores; para así obtener el mayor apoyo posible en junta.

2. METODOLOGÍA

Para la elaboración del presente trabajo ha sido necesaria la recopilación de diferentes publicaciones y monografías en las distintas publicaciones de los últimos años en la Revista de Derecho de Sociedades editada por Thomson Reuters-Aranzadi. Así como la lectura de las mismas y extracción de información.

Complementariamente, se ha utilizado información de blogs de derecho y bolsa; así como artículos de prensa que ponen de manifiesto casos concretos e información del panorama actual.

Siguiendo principalmente el esquema de Ascensión Gallego Córcoles en su

publicación “Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas” en la Revista de Derecho de Sociedades citada anteriormente, concretamente, monografía número 42. Modificando este con otros puntos considerados importantes en otras publicaciones de la misma revista.

3. LA SOCIEDAD COTIZADA Y SU REGULACIÓN EN ESPAÑA

Comenzaremos estableciendo en qué consiste una sociedad cotizada. Lo es, cualquier sociedad anónima cuyas acciones estén admitidas a cotización en uno o más mercados de valores; luego lo que cotiza son los valores representativos, es decir, las acciones¹.

Dentro de estas podemos encontrar grandes corporaciones alimenticias, energéticas, financieras... que acuden al mercado de valores en busca de financiación.

Si algo cabe destacar de su estatuto jurídico es la transparencia contable, política y financiera a la que están sometidas, puesto que miles de inversores toman decisiones de inversión o desinversión de manera continuada en ellas. Su fin es proteger al accionista inversor, con afán particular de mejorar el gobierno corporativo.

Generalmente operan en el mercado de valores como emisores, pues son los que producen los objetos que en él se negocian. Sin embargo, también pueden actuar como inversores institucionales o simplemente como intermediarios.

El régimen jurídico de las sociedades anónimas cotizadas las somete de forma permanente a la normativa societaria mediante la Ley de Sociedades de Capital y a la normativa mobiliaria mediante la Ley del Mercado de Valores.

¹ http://eprints.sim.ucm.es/9896/1/A.J._Tapia._Sociedades_Cotizadas.pdf

4. CONCEPTO DE ENTIDAD ASESORA DE VOTO

4.1. Concepto de entidad asesora de voto en la directiva 2017/828

La Directiva 2017/828 define al asesor de voto como “una persona jurídica que analice, con carácter profesional y comercial, la información revelada por las empresas y, cuando sea pertinente, otra información de las empresas cotizadas, con el fin de que los inversores cuenten con información para adoptar decisiones de voto facilitándoles estudios, asesoramiento o recomendaciones de voto relacionados con el ejercicio de derechos de voto”².

4.2. Figuras afines

El auge de la inversión transfronteriza en sociedades cotizadas, la necesidad de información por parte de estos inversores a la hora de ejercer su voto en las juntas generales, el desconocimiento sobre cómo proceder, o las dificultades a la hora del ejercicio de voto han propiciado la aparición de diferentes tipos de entidades que actúan como intermediarias entre el inversor transfronterizo y la sociedad cotizada. Haciendo un análisis de las figuras más importantes que realizan actividades similares a los proxy advisors o asesores de voto, podemos destacar los siguientes:

4.2.1. Los proxy solicitors

A diferencia de los proxy advisors, los servicios de los proxy solicitors son contratados por la sociedad cotizada para así facilitar las relaciones con accionistas transfronterizos. Georgeson, Innesfree y Sodali son algunas de las empresas más destacadas de esta industria³.

Entre los servicios prestados por los proxy solicitors podemos destacar: la

² <https://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf>

³ Vid. GUTIÉRREZ VELANDÍA, P. y ABELLA RUBIO, R. en <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/03/Capitulo-12-.pdf> págs. 421 a 425

identificación del accionista transfronterizo por ser esta muy complicada para la sociedad cotizada por la existencia de intermediarios financieros en la custodia internacional de valores; explicación al inversor de la información disponible sobre gobierno corporativo y gestión de la empresa facilitando así la comunicación entre ambos; explicación al inversor de las propuestas de acuerdos a votar en junta general; transmisión a la sociedad cotizada de la información facilitada por el accionista transfronterizo para que esta entienda sus expectativas; facilitación del ejercicio de voto del accionista a través de medios telemáticos y recuento de los votos emitidos por los inversores con los que ha estado en contacto el proxy solicitador⁴.

De esta manera, los proxy solicitors ayudan a que la comunicación entre la sociedad cotizada y sus accionistas sea más fluida. Facilitando la participación de estos últimos en la gestión de la sociedad. Tratando así de alinear los intereses de emisor y accionista.

4.2.2. Los proxy agents

Son entidades cuya función principal es hacer de intermediario en la comunicación entre la sociedad cotizada y el accionista, que generalmente se encuentra fuera del dominio funcional de la compañía, por medio de una plataforma telemática. Estas plataformas se conocen como plataformas de información y voto. Luego inicialmente su misión es informativa, pues transmiten la información sobre la junta general al inversor (accionista transfronterizo). Posteriormente, recogen el voto de dicho accionista y lo envían en sentido inverso al emisor de forma automatizada.

Por lo que podemos decir que el rol de estas plataformas es simplemente operativo. Entre las firmas dedicadas a esta actividad podemos destacar a Mediant Communications y a Broadridge⁵.

Algunos proxy advisors cuentan con sus propias plataformas por lo que actúan a su

⁴ Vid. LEVIN, M. R. en

http://www.theactivistinvestor.com/The_Activist_Investor/Proxy_Solicitors.html

⁵ <https://www.techopedia.com/definition/30733/proxy-agent>

vez como proxy agents.

4.2.3. Las empresas de asesoramiento financiero

Los proxy advisors no son considerados como asesores financieros por no ser la inversión en instrumentos financieros el objetivo de su actividad, sino simplemente la facilitación del ejercicio de voto del accionista que solicita sus servicios. Tampoco podríamos considerarlos como tal por no realizar recomendaciones personalizadas, o al menos no ser así consideradas según los términos exigidos por el mercado de valores.

De ser así considerados, la actividad de asesoramiento de voto pasaría a estar reservada a las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, sometándose así a las normas del mercado de valores.

4.2.4. Los gatekeepers

Dentro de estos podemos encontrar a auditores, analistas y agencias de calificación crediticia.

Aunque como los proxy advisors procesan e interpretan información y se la transmiten al accionista existen diferencias si analizamos quién les contrata, si esa contratación es obligatoria o no, si la información que manejan es pública... podríamos decir que los gatekeepers proporcionan información al inversor sin que este la solicite⁶.

5. ORÍGENES Y EVOLUCIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO

La expresión asesor de voto es una alternativa al anglicismo “proxy advisor”, que se deriva del término “proxy vote” definido en el Diccionario de la banca de José Mateo Martínez como “voto por delegación o por poder”, ya que el término inglés “proxy” significa representante o apoderado y “advisor” consejero o consultor. Por lo que

⁶ Vid. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. en <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf> pág. 5

utilizaremos los términos asesor de voto o proxy advisor de manera indiferente a lo largo del trabajo⁷.

Surgen del activismo de los inversores institucionales. Se considera inversor institucional a aquel que por cuenta ajena gestiona grandes cantidades de dinero, propio o ajeno, invirtiéndolo en títulos y fondos. Puede tener una participación significativa en la sociedad e, incluso, una posición de control aunque no suele ser así puesto que la mayor parte de estos, son bancos; compañías de seguro; fondos de pensiones y fondos de inversión y la ley limita el porcentaje máximo de participación en una sociedad.

Estos, están posicionados en el mercado como inversores más que accionistas por lo que no tienen especial preocupación en el ejercicio del derecho de voto. Debido a esto y el problema que ello podría acarrear para los intereses de los accionistas, surgen normativas que establecen el deber de llevar a cabo o no el ejercicio de derecho de voto en función de los intereses de los inversores finales, así como dotar de transparencia a sus políticas de voto, es decir, el sentido en el que emiten su voto y una explicación al respecto.

Los asesores de voto son fruto de estas nuevas regulaciones, que surgen de la necesidad de solucionar los problemas que acarrear los grandes inversores institucionales, puesto que sin ellas los intereses de los inversores finales serían indiferentes. La mayoría de estas regulaciones son simplemente recomendaciones de buen gobierno.

La influencia de los proxy advisors crece con el auge del gobierno corporativo y los partícipes que intervienen en él en el mercado español. Como ya hemos mencionado su tarea consiste en examinar las prácticas de gobierno corporativo de la sociedad cotizada, los emisores de títulos, y transmitir a sus clientes, inversores institucionales, recomendaciones de voto de cara a las juntas generales. Habiéndose convertido en figuras necesarias de cara a los inversores institucionales, para así ejercer sus derechos políticos conforme a las prácticas internacionales de gobierno corporativo. Beneficiándose los asesores de voto de la

⁷ <https://www.fundeu.es/recomendacion/asesor-de-voto-mejor-que-proxy-advisor/>

publicación de la Directiva (UE) 2017/828 de 17 de mayo de 2017 sobre el fomento de la implicación de los accionistas. Pues regula sus actividades y exige transparencia, vinculando su actividad a un código de conducta.

Los países en los que los asesores de voto tienen mayor influencia son: Estados Unidos, Reino Unido, Francia y Alemania. Sin embargo, analicemos su influencia en las votaciones en junta general en España.

Empresas y organismos reguladores se muestran cada vez más incómodos, especialmente cuando dos firmas acaparan cerca del 80% del mercado: Institutional Shareholder Services (ISS) y Glass Lewis⁸.

Los mayores inversores institucionales del Ibex 35 son Capital Group, una de las gestoras de fondos de pensiones más grandes del mundo, principal accionista del Santander y segundo del BBVA; que a su vez son inversores institucionales, en segundo lugar encontramos a Fidelity, que además de fondos de pensiones gestiona fondos de inversión. Ambas firmas son estadounidenses. Seguidas de la firma británica Barclays, que a pesar de poseer participaciones mucho más pequeñas que las anteriores tiene una presencia en la bolsa española superior a los dos mil millones. Sólo dos de los diez mayores inversores institucionales del Ibex son españoles, se trata de las gestoras del Santander y del BBVA con participaciones valoradas en más de mil quinientos millones y de mil millones respectivamente⁹.

La existencia de inversores institucionales en Bolsa hace que se impliquen en el gobierno de aquellas sociedades en las que están presentes. El Código Unificado de Buen Gobierno recomienda a las gestoras de fondos que “ejerciten de forma activa los derechos políticos de las acciones de las sociedades cotizadas que posean”, así como que informen a sus partícipes de “los criterios generales que

⁸ Vid. ORMAZABAL, G., LARCKER, D. Y McCALL, A. en <http://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=1563&ar=3&idioma=1>

⁹ Vid. FERNÁNDEZ, D. en https://elpais.com/diario/2007/09/10/economia/1189375201_850215.html

utilicen a la hora de ejercitar esos derechos”. Además, desde 2005 con la aprobación de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva las gestoras tienen el deber de informar a sus inversores sobre la política de ejercicio del derecho de voto asociado a los títulos que posee. De la misma manera cuando la participación de la gestora en la empresa sea mayor al 1% y tenga una antigüedad superior a los 12 meses, esta se verá obligada a ejercer los derechos de asistencia y voto en las juntas generales.

A pesar de los intentos por impulsar el activismo de los inversores institucionales, la participación en las juntas generales es muy escasa. Las gestoras suelen delegar su voto al consejo de administración. Se centran en los derechos económicos de sus acciones, las plusvalías en la compraventa y el cobro de dividendos.

A pesar de que los inversores institucionales españoles reconocen la importancia del gobierno corporativo y persiguen las mejores prácticas, es muy difícil encontrar en sus páginas web la confirmación de que sus decisiones se apoyen en las recomendaciones de los proxy advisors. A mayores, habría que investigar hasta qué punto tienen en cuenta los consejos de estos últimos. Sin embargo, gracias a las leyes de transparencia podemos saber cuánto, cuándo y porqué.

En los últimos años se ha percibido un crecimiento de los votos en contra en juntas generales. Por ejemplo en 2016 no hubo aprobación de algunos de los puntos de la Agenda de un emisor del Ibex 35 coincidiendo con las recomendaciones negativas publicadas por ISS Governance y Glass Lewis¹⁰.

La mayor parte de recomendaciones negativas se centran en puntos relacionados con las remuneraciones o la elección de consejeros y aunque en menor medida y con un impacto menos notable, también algunas de las recomendaciones negativas están dirigidas a autorizaciones sobre el capital social, cambio de estatutos sociales o cambio de auditores externos.

A pesar de que la decisión final depende del inversor institucional, estos casos nos muestran el auge de la influencia de los asesores de voto a la hora de tomar

¹⁰Vid. MORROW SODALI en <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2018/02/La-influencia-de-los-asesores-de-voto.pdf>

decisiones, con el aumento de la preocupación por el gobierno corporativo y la mejora de sus prácticas.

Por otro lado, las sociedades cotizadas cada vez tienen un interés mayor por actuar conforme a los intereses de sus accionistas por lo que se rodean de asesores de voto, debido a que estos permanecen en contacto con los inversores y su colaboración es de gran ayuda para alinear intereses. Los votos negativos no generan un problema para los emisores de títulos, es algo que demuestra que los accionistas son activos; permitiendo así a la sociedad cotizada mejorar en las prácticas de gobierno corporativo y adaptarse a las expectativas crecientes y cambiantes de sus inversores.

En España, como en el resto de los mercados internacionales el gobierno corporativo toma cada vez un papel más relevante, empujando a las sociedades cotizadas a una alineación de intereses con sus inversores.

6. LAS POSIBILIDADES DE ACTUACIÓN DE LOS PROXY ADVISORS EN EL MERCADO

La internacionalización de los mercados financieros, el auge de los inversores transfronterizos y la concentración en la ejecución de las juntas generales especialmente en marzo y abril genera problemas a la hora de recoger y analizar toda la información de las sociedades emitentes, por lo que es recomendable acudir a los proxy advisors. Quienes descifran, interpretan y analizan esta información y recomiendan sobre el sentido de voto, entre otras actividades anteriormente señaladas.

Para poder comprender la actuación de los asesores de voto debemos aclarar cómo se forma el sentido del voto que surge de la tenencia de valores cotizados. Los proxy advisors prestan sus servicios a quién compete el ejercicio del derecho de voto adjunto a los títulos. Este derecho puede corresponder al titular de la inversión, que es quién sostiene el riesgo; a quien figura inscrito como titular formal, que puede ser quién soporta el riesgo o en muchos casos el intermediario financiero

que actúa por cuenta de su cliente; e incluso en algunos casos, siendo menos común, a quién a pesar de no ser titular formal ni soportar el riesgo, en cambio, tiene legitimidad para ejercer el derecho y determinar el sentido del voto (art. 524 LSC). El intermediario financiero podría también contratar los servicios del proxy advisor puesto que este puede actuar “en nombre de” y “por cuenta de” según establece la LSC¹¹.

La relación jurídica entre el proxy advisor con su cliente es un contrato de agencia. Además de emitir recomendaciones sobre el ejercicio del derecho de voto, analizan la información a utilizar en junta, las prácticas de gobierno corporativo de la sociedad emisora, así como la situación actual y las perspectivas de negocio.

Los destinatarios de estas recomendaciones no son solo las sociedades emisoras y los inversores institucionales, sino el público en general.

6.1. Servicios de asesoramiento y colaboración en el ejercicio del derecho de voto prestados principalmente a inversores

Sin perjuicio de la prestación de otros servicios, la tarea principal de los proxy advisors en el desarrollo de su actividad es el asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto del accionista en las juntas generales de la sociedad cotizada emisora, cuyas acciones componen la cartera de valores del inversor. Estudiando las propuestas del consejo de administración o de los inversores (art 519.3 LSC).

Los informes solicitados por los bancos custodios son publicados en las páginas web de los asesores de voto. Las sociedades cotizadas ponen a disposición de sus inversores cierta información compleja sobre determinados aspectos como cuentas anuales consolidadas, política retributiva, reparto de dividendos, ampliaciones o reducciones de capital...¹².

¹¹ http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/rdleg1-2010.t14.html

¹² Obligados a la transmisión de dicha información por la Directiva 2017/828 en los artículos 3 ter y 3 quater

Una vez analizada toda esta información el asesor de voto emite una recomendación de voto a favor o en contra del punto a tratar en junta general. Los asesores de voto dedican más tiempo al estudio de la información disponible y las posibles implicaciones que pueda tener cada decisión que el banco custodio, esta diferencia es aún mayor cuando se trata de tenencia de acciones transfronteriza. Dichas recomendaciones no son vinculantes para los inversores, pues es de estos de quien depende la decisión final.

La labor desarrollada por los asesores debe sujetarse a las normas de transparencia y justificación.

Del mismo modo, las compañías asesoras de voto, desarrollan plataformas para simplificar el ejercicio del derecho de voto; en ellas el inversor puede encontrar información sobre las juntas generales de las distintas sociedades donde tiene las acciones que conforman su cartera de valores. Una vez el inversor emite el voto, el proxy advisor espera a la fecha límite de votación permitiendo a este cambiar de decisión si lo considerase oportuno. Esto es de gran importancia cuando estamos ante situaciones transfronterizas, con carteras muy diversificadas y con alta presencia de títulos extranjeros. Dando la posibilidad al accionista de delegar el voto en el sentido de la recomendación dada por el proxy advisor, actuando así el asesor de voto en representación del inversor. Esta representación está regulada por la LSC en los arts 186, 522, 523 y 524.

Bajo este supuesto de representación por parte del proxy advisor debemos considerar que el asesor podría reunir un porcentaje de votos muy elevado en junta. En este caso, la sociedad está legitimada a establecer un límite al porcentaje del capital al que representa el asesor (art. 527 LSC) y al número máximo de votos que puede ejercer un mismo inversor (art. 188.3 LSC). Salvo excepciones, como la adquisición de acciones tras una oferta pública.

La Unión Europea y el Derecho español reconocen la posibilidad de los inversores institucionales de emitir el voto en sentido divergente respetando las instrucciones de sus clientes (art. 524 LSC).

La mayor parte de compañías asesoras de voto ofrecen un servicio post-voto de

información sobre los resultados y diversos informes, cumpliendo así con su deber de transparencia.

Debe señalarse que en muchos casos de posesión transfronteriza de títulos el titular formal y el “beneficial owner”, el inversor final que soporta el riesgo, no coinciden. Siendo el primero quien contrata los servicios del proxy advisor por lo que este asesorará a un sujeto distinto del que soporta el riesgo. En segundo lugar, no siempre estos servicios son personalizados al perfil y necesidades del accionista, lo que supone una crítica y en muchos casos la calificación de estas recomendaciones como estandarizadas. Por lo que algunas compañías ofrecen a cambio de una contraprestación superior recomendaciones ajustadas a la situación actual del emisor y al perfil e intereses del accionista, y opciones intermedias.

Sería muy difícil para los bancos custodios analizar correctamente toda la información y decidir, razonadamente el sentido de su voto. Puesto que tienen un deber fiduciario con los inversores que les empuja a entender detalladamente la forma en que las sociedades en las que invierten gestionan sus asuntos, acuden a los servicios del asesor de voto limitándose a verificar la idoneidad de las recomendaciones de este.

6.2. Servicios prestados a sociedades cotizadas emisoras: asesoramiento sobre buenas prácticas de gobierno corporativo

Además de los servicios prestados a los bancos custodios e intermediarios financieros, ofrecen asesoramiento en materia de gobierno corporativo a las sociedades cotizadas. Algunas de estas, contratan sus servicios pidiendo recomendaciones en aspectos como fusiones y adquisiciones, retribución de administradores... puesto que las buenas prácticas de gobierno corporativo repercuten positivamente en las decisiones estratégicas, influyendo en la valoración de la sociedad.

Cada proxy advisor tiene sus propios criterios de gobierno corporativo lo que les posibilita en función del cumplimiento de estos, la elaboración de índices (ratings).

De esta manera si los accionistas tienen una buena impresión sobre buen gobierno y responsabilidad social corporativa, la sociedad podrá influir en las decisiones de inversión y desinversión de sus accionistas. Es aquí cuando entra en juego el papel del proxy advisor, encargado de hacer consciente al inversor de que la sociedad cumple con las prácticas de buen gobierno corporativo.

A pesar de que las diferentes compañías asesoras de voto no tienen por qué valorar los mismos criterios suelen coincidir en estos cuatro puntos: la estructura del consejo de administración, los derechos de los accionistas, la remuneración de los consejeros y la auditoría¹³.

Esto permite al accionista examinar el grado de gobernabilidad de las sociedades que componen su cartera de valores e identificar el riesgo. Dando la posibilidad de comparar distintas sociedades emisoras de títulos.

Toda esta información que inicialmente interesa al inversor, pasa a ser de gran utilidad para la sociedad cotizada que tiene el objetivo de aparecer en los mejores puestos de los rankings, para así captar un mayor número de accionistas. De la misma manera las políticas de voto se desarrollarán conforme a los aspectos que consideran esos rankings¹⁴.

Servicio que suele prestarse mediante plataformas online, dando acceso a los emisores a los rankings y a los puntos de referencia, identificando las áreas a mejorar. Junto a esto, se ofrecen análisis de las tendencias de voto, aspectos de gobierno corporativo en auge..., en la última etapa la práctica de gobierno corporativo con mayor influencia es la de remuneración de los administradores.

Debido a la concentración del sector, en la mayor parte de los casos el asesor de voto o proxy advisor de la entidad emisora y el inversor institucional es el mismo. Este paralelismo en la prestación de servicios a accionistas y sociedades cotizadas provoca una de las fuentes principales de conflictos de interés en el desarrollo de la actividad de los asesores de voto, generando un gran debate y cuestionando su

¹³ Vid. BOQUERA, J. *“Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828”*, apartado 3.2

¹⁴ Vid. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. en *“Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financiero”*, Marcial Pons (Ed.), pág. 486

actividad.

7. EL PAPEL DE LOS PROXY ADVISORS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

7.1. El asesoramiento en materia de voto como herramienta al servicio del inversor institucional y del buen gobierno corporativo

Como hemos explicado anteriormente el asesoramiento en materia de voto consiste en la prestación de un servicio retribuido de recomendaciones sobre el sentido de ejercicio del derecho de voto en relación con los puntos del orden del día de las reuniones de junta general correspondientes a las sociedades emisoras cuyos títulos componen la cartera de valores del inversor. Dichas recomendaciones están antecedidas por un proceso de análisis, más o menos personalizado en función de los servicios contratados, con el objetivo de que el propietario de los títulos sobre el que recae el riesgo económico se base a la hora de ejercer su poder de decisión. Acompañado de la facilitación de una plataforma a través de la cual ejercer dicho derecho de voto.

Esta externalización del trabajo de recopilación y estudio de la información y las distintas alternativas de voto existentes se debe a la escasa capacidad de los gestores de los bancos custodios para llevar a cabo una investigación minuciosa. Es especialmente complicado para el inversor institucional de tamaño más reducido, lo que a su vez les hace más influenciados por parte de los consejos recibidos. Sin embargo y a pesar de ello, también gran parte de los bancos institucionales líderes prefiere contratar estos servicios.

No obstante, la influencia de los consejos dados por el asesor en la decisión final depende de la participación en el capital social de la sociedad y de la relevancia de los aspectos tratados en junta.

La cada vez mayor diversificación de las acciones que componen la cartera, lo que supone participaciones inferiores, y el breve periodo de tiempo durante el que se poseen dificulta el análisis de la información e incluso lo convierte en poco relevante.

Debido a esto y ante el riesgo que supone, los gestores de los bancos custodios contratan los servicios de profesionales que conocen los beneficios y desventajas de cada punto tratado en junta; estos profesionales son los asesores de voto de cuyo conocimiento se benefician¹⁵. El asesor elabora propuestas en relación a lo que considera más beneficioso para los inversores, el interés de la sociedad o del patrimonio común. En el caso del voto transfronterizo el proxy advisor actúa como agente de información, pues recopila, filtra y traduce esta; algo muy valorado por los inversores institucionales.

En muchas ocasiones los custodios contratan los servicios de un segundo asesor de voto para contrastar las recomendaciones y asegurarse antes de emitir el voto. La incapacidad de los gestores por falta de medios y conocimientos para valorar la actuación y profesionalidad de los proxy advisors genera un problema. Digamos que lleva a cabo un seguimiento “a ciegas” de las recomendaciones recibidas. Algunos autores reclaman una regulación de la actuación de las agencias asesoras de voto que acabe con el excesivo poder con el que cuentan, garantizando su profesionalidad y a su vez conseguirían que sus recomendaciones tuviesen un peso mayor.

Los asesores de voto no solo prestan servicios a bancos custodios sobre el ejercicio del derecho de voto y contribuyen a la mejora de las prácticas de gobierno corporativo por parte de la sociedad sino que como dice Ascensión Gallego Córcoles *“los asesores de voto son reguladores de hecho, toda vez que la experiencia ha puesto de manifiesto cómo a los administradores de las sociedades cotizadas (y a los accionistas que deseen someter una determinada propuesta de acuerdo a la junta general) no les basta simplemente con actuar con sujeción a la ley y, voluntariamente, a las recomendaciones incluidas en los códigos de buen gobierno, sino que se ven obligados a adaptar sus propuestas a los estándares de gobierno corporativo manejados por el concreto proxy advisor al que,*

¹⁵ Vid. OECD *“Principles of corporate governance”*, 2004, op.cit., págs. 56 y 57
<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

*previsiblemente, acudirán sus inversores*¹⁶. Cada compañía asesora de voto realiza unas recomendaciones en base a diferentes aspectos que no tienen por qué coincidir entre sí, lo que les permite elaborar índices donde las sociedades son valoradas según, lo que a su propio criterio consideran, la calidad del gobierno corporativo.

El problema que esto puede generar es que las decisiones adoptadas en junta se tomen según lo que un concreto asesor de voto considera mejor dentro del gobierno corporativo. Problema que se agrava en la tenencia transfronteriza de acciones, lo cual llama especialmente la atención por su falta de potestad y ausencia de control por parte de las autoridades supervisoras de los mercados.

Esto no contradice que su actividad pueda llevar a una mejora de las prácticas de buen gobierno corporativo, pues hace a las sociedades razonar de una manera más detallada las propuestas realizadas en junta; aunque en ocasiones estas se hacen conforme a los criterios de la entidad asesora de voto para no recibir un voto negativo.

De esta manera, los estándares de gobierno corporativo anglosajones se están trasladando a Europa.

En conclusión, la actuación de los proxy advisors facilita la corriente de información de los distintos emisores de títulos que integran la cartera de valores del accionista, ayudando a entender las propuestas y ejercitar el derecho de voto. Los riesgos procedentes de su actividad obligan a que la prestación de estos servicios se desarrolle en unos términos que permitan asegurar su profesionalidad e independencia.

7.2. La comunicación permanente entre el proxy advisor y las sociedades emisoras, con particular referencia a las sociedades cotizadas españolas

¹⁶ Vid. GALLEGO CÓRCOLES, A. Revista de Derecho de Sociedades, “Asesores de Voto (proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas”, monografía num.42

7.2.1. Consideraciones previas

Las relaciones entre la agencia asesora de voto y la sociedad cotizada emisora son evidentes. Podríamos considerar como primer contacto la formulación y actualización de las directrices de voto que posteriormente se aplicarán en junta a las distintas proposiciones, así es como trabaja la firma ISS. Esto se produce antes de la notificación de la convocatoria de junta general y de la revelación de las proposiciones sobre las que deberán publicar los informes, antes de dar recomendación de voto alguna. Es una transmisión unidireccional de información de la sociedad emisora de acciones, que envía los formularios a la entidad asesora de voto.

Posteriormente, durante la elaboración de las recomendaciones de voto, una vez conocidas las propuestas a debatir en junta en base a las cuales se llevará a cabo el asesoramiento, en esta etapa el asesor de voto remite el borrador de los informes con las recomendaciones de voto a la sociedad cotizada emisora, pudiendo esta revisarlas, aclarar posibles malentendidos e incluso cuestionar ciertos consejos dados por el asesor al cliente antes de que sean remitidas a este por parte proxy advisor. Un ejemplo de compañía asesora de voto que ofrece este último contacto con la sociedad emisora antes de la celebración de la junta general es ISS.

Además se desarrollan ciertas reuniones informativas, tanto públicas como privadas, en las cuales se comunica la situación y estrategia de la sociedad emisora y se debate qué prácticas se consideran de buen gobierno, entre otros aspectos. Cuando se trata de operaciones concretas o propuestas de acuerdo a la junta general los encuentros suelen ser privados, por ser los temas más controvertidos. Sin embargo, la firma estadounidense Glass, Lewis & Co. rechaza cualquier tipo de comunicación con la sociedad una vez que la junta ha sido convocada, para garantizar su independencia; a no ser que se trate de aspectos de particular importancia.

7.2.2. El diálogo con emisores como herramienta orientada a la correcta prestación del servicio de asesoramiento de voto

La información obtenida de las sociedades emisoras y el resto de operadores del mercado resulta muy valiosa a la hora de prestar el servicio de asesoramiento a inversores institucionales y son estos quienes quieren que haya contacto con el emisor, puesto que afectará en la calidad de la información y en el análisis.

Mientras que la primera toma de contacto entre el asesor y la sociedad emisora no parece plantear ningún problema, la segunda crea polémica y es que el interés por el diálogo de la sociedad aumenta una vez que se acerca la celebración de juntas y los borradores con las recomendaciones están desarrollados.

Los asesores deben conocer a la perfección las normativas y estándares de buen gobierno nacionales y del propio contexto de los mercados para que las correcciones y matices aportados por la sociedad emisora una vez recibidos los borradores no eclipsen dichos estándares.

La intención del proxy advisor con este último contacto no es recibir más información o correcciones, sino dar la posibilidad a la sociedad cotizada de corregir posibles errores cometidos durante la redacción de las recomendaciones de voto. A pesar de ello, las entidades emisoras tratan de hacer juicios valorativos y aclaraciones por lo que se quejan de la escasez de tiempo, el cual sería más que suficiente para enviar el borrador de vuelta si se limitasen a corregir errores.

Según Ascensión Gallego Córcoles, algunos autores defienden que este contacto debería suprimirse puesto que existe contacto casi permanente entre los directivos y los asesores de voto en los que se intercambian opiniones y pareceres. Además, esto permite a la sociedad emisora anteponerse a las posiciones de voto que se darán en junta y posibles preguntas. Es por ello por lo que firmas como Glass Lewis rechazan la facilitación del borrador del informe en casos controvertidos.

Esta focalización en los borradores de las asesorías de voto supone un riesgo para los emisores puesto que estarían centrándose solo en los inversores que han contratado los servicios del proxy advisor, lo que podría llevar a sorpresas en junta. Ello sumado a la, aunque escasa, parte existente de inversores que modifican tras

las deliberaciones el sentido de voto. Digamos que esto solo supondría una estrategia inteligente por parte de la sociedad cotizada cuando el porcentaje del capital social en manos de inversores institucionales bajo las recomendaciones del proxy advisor sea muy elevado.

Del mismo modo, el accionista asistente a junta general tiene derecho a acceder a la información con ocasión de la celebración de junta, aunque para ello debería solicitarlo con anterioridad (arts. 197 y 250 LSC); este derecho queda exclusivamente reservado a los titulares de las acciones o a quienes estén facultados para representarlos por lo que el asesor no está legitimado a hacerlo, a no ser que actúe en representación del inversor. Parte de ellos emiten el voto a distancia con anterioridad a la celebración de la reunión o simplemente no contratan los servicios del asesor, lo que hace recomendable para la sociedad centrarse en clarificar la información pública y justificar las propuestas de resolución de junta, dejando la revisión de los borradores en un segundo plano.

La solicitud de información tratada en el párrafo anterior es una cuestión complicada en el ámbito transfronterizo por las particularidades de la tenencia indirecta de acciones, pues debería actuar en primer lugar el custodio en representación del inversor y a su vez, el proxy advisor en representación del custodio. En caso de ser así, permitiría al proxy advisor el acceso a información adicional. Este derecho de información está regulado por el art. 197 LSC.

El acceso de las asesorías de voto por esta vía causa gran polémica en tanto que se supone que el acceso a dicha información se encuentra restringido a quienes no son socios de la entidad emisora, no estando el proxy advisor entre estos. Y es por ello por lo que algunas asesorías de voto advierten que sólo incorporarán en sus informes información que se haya hecho pública.

7.2.3. El diálogo con los asesores de voto como elemento integrante de la estrategia de comunicación de información selectiva al mercado y sus límites

Ya hemos dejado claro que los contactos entre la sociedad emisora y el proxy

advisor no son en un único sentido, a pesar de ser el de recopilación de información por parte del asesor el de mayor peso.

Desde el punto de vista del gobierno corporativo es recomendable que la comunicación entre la sociedad y sus accionistas no se limite al momento de las reuniones de junta general, sino que constituya un diálogo permanente; al menos con los inversores más significativos. Para así, permitirles una mejor comprensión de la situación, la política empresarial y la tan esperada, en estos años, activación de esta última. El Plan de acción de la Comisión Europea para 2013 hace alusión a la utilidad de *“facilitar el diálogo entre inversores y empresas, fomentar el compromiso de los accionistas y reforzar la responsabilidad de las empresas respecto de la sociedad civil”*.

Del lado de los inversores institucionales sus gestores deberán comunicarse con las sociedades de inversión en aquellos casos en los que los asuntos excedan de los propios de una concreta reunión de junta general.

Del mismo modo los directivos de sociedades una vez que la fecha de junta general se acerca tratan de comunicarse con los accionistas en busca de apoyos de cara a la junta, algo complicado cuando se trata de tenencia transfronteriza puesto que el directivo desconoce en la mayor parte de los casos la identidad real de sus accionistas por lo que en gran cantidad de ocasiones acuden directamente al asesor de voto.

Esta comunicación con potenciales inversores, grandes accionistas o analistas es tan común que gran cantidad de sociedades cotizadas incorporan Departamentos de relaciones con inversores. Los objetivos de la sociedad consisten en reducir los costes de obtención de capital ante una valoración negativa y del mismo modo no sufrir dichos efectos en el precio de cotización. Del lado de los accionistas buscan una ventaja informativa, para así tener ciertos beneficios privados del control; algo en ocasiones indispensable para algunos inversores institucionales antes de adquirir una participación en determinadas sociedades. Así también la sociedad tiene la oportunidad de corregir ciertas deficiencias antes de publicar la información.

Todo ello bajo los concretos y estrictos límites fijados tanto por la normativa societaria como por la protectora de los mercados (arts. 232 y 514 LSC y arts. 80 y ss. LMV y RD 133/2005, de 11 de noviembre). Los administradores deberán guardar en secreto la información confidencial. Además, deberá adaptarse a la normativa sobre sociedades anónimas y al principio de igualdad de trato de los accionistas redactado en el art 514 LSC, el cual establece igualdad ante inversores que se encuentren en la misma situación.

8. PROBLEMAS QUE PRESENTA LA ACTUACIÓN DE LOS PROXY ADVISORS Y POSIBLES NORMATIVAS

8.1. La falta de competencia en el sector

El mercado de asesoría de voto constituye un oligopolio, ya que es dominado por dos grandes firmas presentes en prácticamente todo el mundo, estas son las compañías estadounidenses Institutional Shareholder Services “ISS” y Glass, Lewis and Co., LLC “Glass Lewis”. Tanto es así que en Norteamérica abarcan el 97% del mercado, dándose la misma situación en la mayor parte del mundo¹⁷.

Debido a esta concentración algunos de sus competidores como IVOX en Alemania, Proxinvest en Francia o PIRC en Reino Unido entre otros, decidieron aliarse para hacerles frente constituyendo Expert Corporate Governance Services “EGGS”. De esta manera aumentaron su alcance por tener una mayor presencia internacional, lo que facilita el análisis de las distintas sociedades con títulos presentes en carteras cada vez más diversificadas; aplicando una política de voto uniforme.

Sin embargo, la capacidad de esta alianza es limitada debido al gran poder de ISS y Glass Lewis, ello sumado a la absorción de gran cantidad de competidores por parte de estas como la adquisición en 2015 de IVOX por parte de Glass Lewis.

Esta concentración se debe a las altas barreras de entrada al sector de la asesoría

¹⁷ Vid. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. en “Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financiero” en Marcial Pons (Ed.), pág. 487

de voto, como: los altos costes de inicio, pues el aumento de la diversificación de las carteras supone cubrir un gran número de países; la reputación necesaria para tener credibilidad por parte de los inversores; las economías de escala; la fuerte imagen de las compañías ya presentes y el coste que supone cambiar de asesoría. Todo ello hace que a día de hoy la labor de los asesores de voto en España sea de escasa importancia.

Desde 2017 Corporance Asesores de Voto, el primer proxy advisor español, ofrece una visión nacional a inversores institucionales españoles y extranjeros a la hora de dar sus recomendaciones en relación al ejercicio del derecho de voto en la juntas generales de las sociedades cotizadas españolas¹⁸.

Tanto la Comisión Europea, como muchas otras entidades son conscientes de la falta de competencia en el sector y la, prácticamente, ausencia de revisión. Sin embargo, en la Directiva no ha adoptado ninguna medida que estimule la competencia, aunque tampoco tendría atribuciones para hacerlo, o proponga algún tipo de revisión. Lo que supone un riesgo debido a que los asesores de voto tienen la posibilidad de realizar valoraciones estandarizadas sin considerar las singularidades de los mercados locales.

8.2. La emisión de recomendaciones estandarizadas

Otra de las principales críticas de las sociedades cotizadas a la labor de los proxy advisors es la formulación de recomendaciones de voto estandarizadas “one size fits to all”, sin atender a las particularidades de cada sociedad objeto de análisis ni a los intereses del cliente que solicita el análisis.

Esto se debe a la concentración de su actividad en una determinada época del año, la de celebración de junta, y en diferentes países a la vez. Esto sumado a la escasez de compañías y a la limitada plantilla de estas. 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

¹⁸ Vid. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. en “Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financiero” en Marcial Pons (Ed.), pág. 487

año, contando con una plantilla de 360 empleados y dedicándose al análisis en torno a un cincuenta por ciento. ISS asesora a 1.600 clientes en relación con más de 115 mercados y en relación con 39.000 sociedades, contando con una plantilla de 900 empleados; aunque desconocemos la cantidad dedicada al análisis¹⁹. Esto empuja a algunas firmas asesoras de voto a aumentar el personal durante esta etapa, cuya cualificación se cuestiona. Otras optan por externalizar parte del análisis, a veces hacia países en los que la mano de obra es más barata como pueda ser el caso de Filipinas, algo muy criticado por los clientes y las sociedades emisoras. E incluso, en ocasiones se detectan errores sobre la entidad emisora en los informes emitidos; problema que podría solucionarse si se remitiese el informe a la sociedad antes de publicarlo, algo que lleva a cabo ISS pero no Glass Lewis.

Los proxy advisors niegan este tipo de acusaciones, alegando además que aplican las políticas específicas según la jurisdicción de cada país. Algunas publican en sus plataformas online las directrices generales de voto aplicadas a sus recomendaciones, distinguiendo entre Estados Unidos, Canadá, Reino Unido y Europa Continental. Sin embargo, esto no impide que las recomendaciones estén basadas en los criterios de gobierno corporativo de origen del asesor; sin atender a los intereses de cada inversor en concreto o a la especial situación del emisor en cada determinado mercado local y las recomendaciones de buen gobierno corporativo vigentes en cada país. Algo que pone en evidencia la oferta de servicios personalizados de asesoramiento por parte de las compañías asesoras.

8.3. La falta de transparencia en la actividad de los proxy advisors

Se denuncia la falta de transparencia de los asesores de voto a la hora de desarrollar sus informes y la metodología utilizada, lo que provoca desconfianza a la hora de tener en cuenta dichas recomendaciones en el momento de ejercer el

¹⁹ Vid. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. en <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf>

derecho de voto²⁰.

Como hemos mencionado anteriormente algunas firmas proporcionan en sus páginas web las directrices empleadas. Sin embargo, existe cierta opacidad. Mientras que Glass Lewis ofrece escasa información al respecto, ISS enuncia que la elaboración de los informes se desarrolla conforme a las encuestas realizadas a sus clientes y entidades emisoras sobre su percepción de las prácticas de buen gobierno corporativo; aunque desconocemos la relevancia que se da a cada uno de ellos.

Otro punto importante son los errores presentes en los informes y la falta de información, algo a solucionar mediante el diálogo entre emisores y asesores de voto. Lo que algunos rechazan alegando perder independencia como es el caso de Glass Lewis. Otros optan por tener este tipo de contacto fuera de la época de juntas. La AMF francesa de 18 de marzo de 2011, recomienda que el proxy advisor remita un borrador del informe al emisor de títulos, para corregir errores y realizar observaciones.

Algunos autores alegan que la información disponible al público sobre la sociedad emisora y la accesible al cliente, por su condición de socio, sería suficiente para no cometer este tipo de errores derivados de las singularidades locales si la labor se desarrollase con rigurosidad.

La Unión Europea propone medidas para solucionarlo en la directiva 2017/828:

- Los asesores de voto se encuentran obligados a tener un código de conducta conocido por los inversores, informar sobre la aplicación de este de forma anual y argumentar los posibles cambios.
- Los Estados miembros deberán exigir la publicación anual de ciertos datos necesarios sobre la preparación de la investigación desarrollada por el proxy advisor para realizar sus recomendaciones de voto. Entre estos, las características de los modelos y métodos utilizados para garantizar la

²⁰ Vid. BOQUERA, J. en *“Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828”* págs.. 11 a 15

calidad, las fuentes de información, demostrar la cualificación del personal, las políticas de voto que aplican a cada mercado, la política relativa a la prevención y la gestión de conflictos de interés²¹.

- Los proxy advisors deberán mantener diálogos con las sociedades objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con los interesados de la sociedad (Directiva 2017/828 art 3 undecies .2 apartado f).

8.4. Los conflictos de interés entre la sociedad cotizada y los asesores de voto

Uno de los aspectos más polémicos en el desarrollo de la actividad de los proxy advisors es la prestación de servicios simultáneamente a entidades emisoras y a inversores. Y es que en gran cantidad de ocasiones el asesor de voto hace recomendaciones al accionista sobre cómo votar en la junta general de la sociedad cuando a su vez ha asesorado a esta en aspectos de gobierno corporativo e incluso recomendado sobre las posibles propuestas que debe realizar en junta general. Esto pone su independencia e imparcialidad en duda, pues es mucho más probable que la recomendación de voto sea favorable a las propuestas. Algo que ayuda a las firmas de voto a captar clientes del lado de las sociedades cotizadas.

Emitir una recomendación de voto desfavorable a la propuesta recomendada por la propia compañía asesora de voto a la sociedad emisora, podría ser considerado por esta última como una traición. Del mismo modo, recomendar al inversor en contra de sus intereses personales sería contrario a la buena fe.

Por otro lado, tenemos la pertenencia de las compañías asesoras de voto a inversores institucionales o fondos de pensiones. Así es el caso de las dos firmas que controlan el mercado, Glass Lewis & Co. pertenece a Ontario Teachers' Pension Plan e ISS pertenece a la firma Morgan Stanley Capital International, Inc. (MSCI, Inc.)²² que elabora índices bursátiles y recomendaciones de inversión.

²¹ <https://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf>

²² <https://es.wikipedia.org/wiki/MSCI>

En contra de ello, las asesorías de voto defienden su transparencia, alegando que informan a sus clientes de los posibles conflictos de interés y que para solucionarlo establecen barreras entre las áreas internas de sus compañías para evitar el tráfico de información entre ellas. Tal y como establece la Directiva 2017/828 en el art.3 undecies “Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto determinen y comuniquen sin demora a sus clientes cualquier conflicto de intereses real o potencial o cualquier relación empresarial que puedan influir en la preparación de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y las medidas adoptadas para eliminar, reducir o gestionar los conflictos de intereses reales o potenciales”.²³

El proxy advisor está obligado a desarrollar su labor de forma imparcial y en interés del cliente. Una vez comunicada la situación de conflicto de interés por parte del asesor, es responsabilidad del inversor institucional decidir si contrata sus servicios o no y una vez están contratados si debe seguir las recomendaciones de voto o por el contrario apartarse de ellas. Será el inversor institucional quién responda ante sus accionistas.

A pesar de la reclamación de responsabilidad por parte de los bancos custodios a los proxy advisors, al no existir una regulación expresa, deberá considerar lo pactado en el contrato.

8.5. Ausencia de riesgo y responsabilidad

El hecho de que las recomendaciones de voto difundidas por los proxy advisors puedan ser secundadas por los mayores inversores institucionales en las juntas generales de todo el mundo les otorga un poder no correspondido con el riesgo al que se ven sometidos, puesto que no son poseedores de las acciones.

La falta de regulación y la difícil demostración de responsabilidad por el hecho de ser consideradas las recomendaciones del asesor de voto simples opiniones, al quedar en manos del inversor institucional seguirlas o no; exime de responsabilidad

²³ <https://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf>

al proxy advisor. Siendo muy complicado demostrar lo contrario, salvo incumplimiento del contrato. Esto convierte al gestor de las carteras del banco custodio en responsable frente a sus clientes.

9. REGULACIÓN EXISTENTE

Existe un vacío normativo en el campo de la asesoría de voto, no tienen obligación de registro ante las autoridades de los mercados de valores, ni están supervisadas al no considerarse prestadoras de asesoramiento financiero, aunque algunos lo hacen voluntariamente²⁴.

En Estados Unidos son considerados como asesores de inversión y por tanto tienen un régimen especial que, aunque de manera muy leve, les regula.

Ya en 2010 el informe de la OCDE Corporate governance and the financial crisis, señalaba la importancia de regular esta actividad, debido a los problemas que plantea. Garantizando la competitividad del sector y examinar los conflictos de interés, esencialmente la prestación de servicios simultánea a inversores institucionales y a sociedades emisoras²⁵.

En España el asesoramiento en materia de voto no constituye asesoramiento en materia de inversión, por lo que no se regular según el art. 83 LMV. Dichos perfiles se encuentran detallados en el art. 63.1 d) LMV, para que así fuese considerado debería tratarse de un asesoramiento personalizado relativo a la compra, venta, suscripción, canjeo, reembolso, manutención o aseguramiento de un instrumento financiero.

El Libro Verde de la Comisión Europea de 5 de abril de 2011, expone los problemas derivados de la labor de los proxy advisors, planteando si esta figura debería regularse o al menos establecer un Código de Conducta o limitar la capacidad de asesorar a sociedades emisoras. Posteriormente la Comisión Europea publicó en

²⁴ Vid. GALLEGO CÓRCOLES, A. en asesores de voto, págs. 131 a 138

²⁵ <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>

2012 un 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, publicando su intención de analizar una posible regulación. En 2014 ESMA propuso una regulación a nivel europeo impulsada por los países miembros²⁶.

Los puntos comunes de todos ellos consistían en controlar en cierto modo los problemas más recurrentes de dicha actividad: publicidad de los posibles conflictos de interés, fomento de la transparencia (política de la compañía y metodología utilizada), la consideración de las situaciones especiales de cada sociedad y la comunicación a sus clientes del contacto con la entidad emisora. Así como se establece en la Recomendación 4.^a de nuestro Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de febrero de 2015²⁷.

La Directiva 2017/828 con la intención de fomentar la implicación de los accionistas a largo plazo, obliga a los proxy advisors a informar sobre el nivel de cumplimiento de un código de conducta de forma anual²⁸. Desarrollando las siguientes labores:

- Informar sobre la adherencia al Código de Conducta y el nivel de observancia.
- Realizar un informe anual que deberá estar a disposición del público en las páginas web de los asesores de voto.
- Garantizar que la información esté disponible por un plazo de tres años, al público.

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

Puesto que la mayoría de inversores institucionales españoles no alcanzan los requisitos de participación mínima del 1% en el capital social de la mayor parte de

²⁶ <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>

²⁷ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf>

²⁸ Vid. GUTIÉRREZ VELANDÍA, P. Revista de Derecho de Sociedades 2017. Num. 51 3. *“Publicación de dos documentos relacionados con la industria de los asesores de voto (proxy advisors)”*

sociedades y antigüedad superior a 12 meses, no están presentes en las juntas generales; y en los casos en que se cumplen dichos requisitos no es común contratar dichos servicios a no ser que así lo decida el gestor de carteras del banco custodio. Por lo que la presencia de los proxy advisors en España se debe a la participación de inversores extranjeros en empresas españolas.

Por otro lado, esto se debe a la elevada concentración accionarial de las sociedades españolas y la escasa presencia de inversores institucionales extranjeros. Sin embargo, dicha influencia está aumentando en los últimos años²⁹.

Los aspectos sobre los que se suele acudir a las recomendaciones de una asesoría de voto y con mayor porcentaje de recomendaciones negativas, son principalmente materias sobre:

- Consejo de administración: Nombramientos y reelecciones de consejeros, diversidad de género en el consejo, cantidad de consejeros independientes, retribuciones del consejo, retribución de los consejeros....
- Relación socio-sociedad: aumentos de capital sin derecho de suscripción preferente....
- Otras cuestiones: Auditor de cuentas de la sociedad, precio máximo para la compra de acciones propias....

A pesar de ser una actividad en crecimiento en nuestro país, el activismo accionarial y el aumento, de acuerdo con los datos de la CNMV y BME, de las acciones poseídas por inversores extranjeros, mayormente institucionales, que ya supera el 40% del total³⁰; apuntan a que en un breve periodo de tiempo la actividad de las compañías asesoras de voto en España será muy común.

Algunas empresas españolas trataron de contrarrestar la influencia de los asesores de voto incrementando su diálogo con los inversores institucionales, a pesar de mantener contactos fuera de la época de juntas no podemos afirmar que tuviese

²⁹ <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf>

³⁰ https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/20/legal/1497953070_712130.html

demasiado éxito. Sin embargo, el aumento del contacto entre las sociedades y los proxy advisors ha permitido a estos últimos adquirir un mayor conocimiento sobre el funcionamiento y las regulaciones del mercado español. Así lo demuestra la reducción de las recomendaciones negativas de los asesores de voto en relación a cuestiones relacionadas con el consejo de administración de 2014 a 2015 y posteriormente en 2016³¹.

Debido a la concentración de poder existente en España en gran parte de las empresas del Ibex 35, a la concurrencia de los cargos de presidente y consejero delegado en una misma persona y, la entrada en juego de los proxy advisors como consecuencia del auge de la inversión institucional extranjera la reelección de algunos de los actuales presidentes se encuentra en jaque. Uno de los casos con mayor repercusión hasta el momento fue la recomendación negativa en 2015 por parte de ISS de la reelección del presidente de Iberdrola, Ignacio Sánchez Galán, acusando a la compañía de incumplir los compromisos contraídos cinco años antes. No así, con el nombramiento de la mayor parte de nuevos consejeros cuya recomendación de voto fue positiva³².

Cada vez son más, también, las recomendaciones negativas en torno a la remuneración de los consejeros. Como ya viene ocurriendo durante años en Estados Unidos evitando que el CEO y los consejeros se asignen bonos garantizados, pensiones desproporcionadas, indemnizaciones de despido lucrativas.... Tratando de vincular la retribución de los mismos al cumplimiento de los objetivos de negocio así como el desempeño financiero y operativo de la compañía³³.

³¹ Vid. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. en "Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financiero" en Marcial Pons (Ed.), págs. 498 y 499

³² https://www.elconfidencial.com/empresas/2015-03-24/el-proxy-advisor-iss-se-opone-a-la-reeleccion-de-ignacio-galan-como-presidente-ejecutivo_733406/

³³ https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/20/legal/1497953070_712130.html

11. CONCLUSIONES

De este trabajo podemos extraer las siguientes conclusiones:

- Los proxy advisors son fruto del aumento de la preocupación por el buen gobierno corporativo y el activismo de los inversores.
- La función principal en el desarrollo de la actividad de los asesores de voto es la elaboración de recomendaciones a sus clientes favorables o desfavorables al respecto de los asuntos a tratar en junta general de accionistas. Además, asesoran a las sociedades cotizadas emisoras de títulos sobre los distintos asuntos a tratar en junta para mejorar el gobierno corporativo y a traer el mayor número de accionistas.
- Aunque la información es escasa podemos observar que sus recomendaciones tienen cada vez una mayor influencia en las resoluciones de las juntas generales. Del mismo modo, el aumento de su notoriedad y a la vez la percepción de la falta de competencia y en ocasiones rigurosidad de los informes hacen que los custodios desarrollen sus propios análisis para contrastar dicha información.
- La falta de regulación al respecto plantea problemas como la concentración del sector o los conflictos de interés. Sin embargo, podemos afirmar observar una evolución positiva en los últimos años con códigos de buen gobierno corporativo. Los cambios que comenzaban a darse en Estados Unidos con un seguimiento de su actividad más riguroso y la incorporación de nuevas regulaciones en la SEC (Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos) empiezan a tener influencia en los países miembros de la Unión Europea.
- El diálogo entre las sociedades emisoras y los inversores debería ser directo y constante, involucrando a estos en la gestión de la misma. Las sociedades cotizadas deben impulsar este diálogo para así evitar recomendaciones negativas por parte de los proxy advisors. Del mismo modo, los inversores institucionales deberían prestar una mayor importancia en los aspectos relativos al gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en las que

tienen títulos los propietarios de las carteras que gestionan y justificar ante estos el ejercicio del derecho de voto.

Por ello, la importancia de las compañías asesoras de voto en el buen gobierno de las sociedades cotizadas es indiscutible, puesto que son estas quienes establecen los puntos de mayor importancia a tratar en junta general para lograr ese “buen gobierno corporativo”.

12. BIBLIOGRAFÍA

12.1. Libros, artículos, informes y revistas

Boquera, J. (2017): “1. Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828” en Revista de Derecho de Sociedades, Número 306, Varia.

Gallego Córcoles, A. (2014): “Asesores de Voto (*proxy Advisors*) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas” en Revista de Derecho de Sociedades, Monografía Número 42.

Gutiérrez Velandía, P. (2017): “3. Publicación de dos documentos relacionados con la industria de los asesores de voto (*proxy advisors*)” en Revista de Derecho de Sociedades, Número 41, Noticias.

Gutiérrez Velandía, P. y Abella Rubio, R.: “Los *Gatekeepers* y su papel en el Gobierno Corporativo Iberoamericano. Auditores, *Proxy Advisors*, Bancos de Inversión, Agencias de Rating”.

Hernández Peñasco, R. (2018): “*Proxy advisors* y gobierno corporativo”, en Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societario y financiero, Editorial Marcial

Pons.

Hernández Peñasco, R. (2016): “6. *Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas*” en Revista de Derecho de Sociedades, Número 48, Estudios.

Montalenti, P. (2015): “1. *Sociedades cotizadas, mercados financieros y relaciones con los inversores*” en Revista de Derecho de Sociedades, Número 44, Estudios.

Moreno Serrano, E. (2017): “1. *Aprobación de la Directiva 2017/828 sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas*” en Revista de Derecho de Sociedades, Número 50, Noticias.

OCDE (2015): “*Principles of Corporate Governance*”.

Tapia Hermida, A. J. (2010): “*Las Sociedades Cotizadas: Noción y Estatuto Jurídico*” en Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil.

Zarzalejos Toledano, I. (2017): “*La actividad de los proxy advisors y la problemática derivada de las situaciones de conflicto de interés*”.

12.2. Webs consultadas y artículos de prensa

Disponible en: [http://eprints.sim.ucm.es/9896/1/A.J. Tapia. Sociedades Cotizadas.pdf](http://eprints.sim.ucm.es/9896/1/A.J._Tapia._Sociedades_Cotizadas.pdf)
[consulta 22/11/2017].

Disponible en: <http://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=1563&ar=3&idioma=1>
[consulta 24/11/2017].

Disponible en: <https://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf> [consulta

16/1/2018].

Disponible en: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/03/Capitulo-12-.pdf> [consulta: 16/1/2018].

Disponible en:

http://www.theactivistinvestor.com/The_Activist_Investor/Proxy_Solicitors.html

[consulta: 16/1/2018].

Disponible en: <https://www.techopedia.com/definition/30733/proxy-agent> [consulta: 16/1/2018].

Disponible en: <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf> [consulta: 9/3/2018].

Disponible en: <https://www.fundeu.es/recomendacion/asesor-de-voto-mejor-que-proxy-advisor/> [consulta: 8/5/2018].

Disponible en:

https://elpais.com/diario/2007/09/10/economia/1189375201_850215.html [consulta:

11/5/2018].

Disponible en: <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2018/02/La-influencia-de-los-asesores-de-voto.pdf> [consulta: 28/5/2018].

Disponible en: http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/rdleg1-2010.t14.html

[consulta: 4/6/2018].

Disponible en:

<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

[consulta: 12/6/2018].

Disponible en:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf> [consulta: 18/6/2018].

Disponible en:

<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> [consulta 22/6/2018].

Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf> [consulta: 22/6/2018].

Disponible en:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/20/legal/1497953070_712130.html [consulta: 26/6/2018].

Disponible en : https://www.elconfidencial.com/empresas/2015-03-24/el-proxy-advisor-iss-se-opone-a-la-reeleccion-de-ignacio-galan-como-presidente-ejecutivo_733406/ [consulta: 26/6/2018].