

Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Grado en Derecho

Trabajo Fin de Grado: Los Asesores De Voto

Presentado por:

Miriam Polo Olmedo

Tutelado por:

María Del Mar Bustillo Saiz

Valladolid, 19 de Julio de 2021

RESUMEN:

Los asesores de voto, conocidos en inglés como “proxy advisors” son figuras necesarias por los inversores institucionales que ejercen sus derechos de voto en la junta general de accionistas de las sociedades cotizadas en las que participan por lo que han aumentado su importancia y relevancia en las últimas décadas. En la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, aparece la primera mención a los asesores de voto en su preámbulo y en el Capítulo 1 ter. En España, su transposición a través de la Ley 5/2021, permite poner remedio a grandes problemas derivados de su actuación, logrando una mayor transparencia y fiabilidad.

Palabras clave:

Asesores de voto, gobierno corporativo, inversor institucional, voto transfronterizo

ABSTRACT:

Proxy advisors are necessary figures by institutional shareholders exercising their voting rights at the general meeting of shareholders of the listed companies in which they participate and have thus increased their importance and relevance in recent decades.

In Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017, the first mention of voting advisers appears in its preamble and in Chapter 1b. In Spain, its transposition through Law 5/2021, allows to remedy major problems arising from its action, achieving greater transparency and reliability.

Key Words:

Proxy advisor, corporate governance, institutional shareholder, cross-border voting

ÍNDICE

1.	<u>INTRODUCCIÓN.....</u>	<u>1</u>
1.1	OBJETIVO.	1
1.2	MOTIVO DE ELECCIÓN Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS.	1
2.	<u>METODOLOGÍA.</u>	<u>2</u>
3.	<u>ORÍGEN DE LOS ASESORES DE VOTO.</u>	<u>2</u>
4.	<u>CONCEPTO DE ASESORES DE VOTO.</u>	<u>5</u>
4.1	CONCEPTUALIZACIÓN.....	5
4.2	FIGURAS AFINES.	7
4.1.1	PROXY SOLICITORS	7
4.2.1	PROXY AGENTS	9
4.3.1	GATEKEEPERS.....	10
4.4.1	EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO	11
5.	<u>REGULACIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO.</u>	<u>12</u>
5.1	NORMATIVA SUPRAESTATAL.....	12
5.2	NORMATIVA NACIONAL.....	15
5.3	PANORAMA INTERNACIONAL.	21
5.4	PROPUESTAS REGULATORIAS.	23
5.1.1	AUTORREGULACIÓN SECTORIAL Y NACIONAL.....	24
5.2.1	CÓDIGO EUROPEO.	25
5.3.1	MEDIDAS LEGISLATIVAS DE REGULACIÓN POR LA UNIÓN EUROPEA.	25
5.4.1	¿EXISTE UNA ÚNICA OPCIÓN?	26
6.	<u>FUNCIONES DE LOS ASESORES DE VOTO.</u>	<u>27</u>
6.1	ANÁLISIS Y PROPUESTA DE RECOMENDACIONES.	29
6.2	MEJORA DE GOBIERNO CORPORATIVO.	32
6.3	PARÁMETRO REFERENCIAL DE GESTIÓN.....	34
7.	<u>PROBLEMÁTICA DERIVADA DE LA ACTUACIÓN.....</u>	<u>35</u>
7.1	CONFLICTOS DE INTERÉS.	35
7.2	CALIDAD DE LAS RECOMENDACIONES.	38
7.3	AUSENCIA DE TRANSPARENCIA.	39

7.4	CONCENTRACIÓN EN EL MERCADO.....	41
7.5	AUSENCIA DE RIESGO Y RESPONSABILIDAD.	42
7.6	INFLUENCIA REAL DE LOS ASESORES DE VOTO.	45
8.	<u>INCIDENCIA PRACTICA DE LOS ASESORES DE VOTO EN ESPAÑA</u>	46
9.	<u>CONCLUSIONES</u>	49
10.	<u>BIBLIOGRAFÍA.....</u>	53

1. INTRODUCCIÓN.

El objeto de estudio de este trabajo Fin de Grado, es la figura de los asesores de voto, cuya denominación proviene del inglés “proxy advisor”. Los asesores de voto se crean porque los inversores institucionales necesitan obtener asesoramiento sobre el ejercicio de los derechos de voto en la junta general de accionistas de las sociedades cotizadas en las que participan.

1.1 Objetivo.

A lo largo de este trabajo fin de grado se pretenderá profundizar en la figura de los asesores de voto y analizar y entender cuál es su papel en las sociedades cotizadas, así como explicar qué son los asesores de voto, cuál es su ámbito de actuación y qué servicios prestan, así como analizar los posibles conflictos de interés y la transparencia de sus actuaciones.

1.2 Motivo de elección y justificación de su interés.

El principal motivo de elección del tema de los asesores de voto es el interés que despierta debido a la problemática derivada de su transparencia y el incipiente desarrollo legal en Europa y, consecuentemente, España a pesar de su amplia historia en otros continentes.

Su gran repercusión económica e importancia en el mercado de sociedades cotizadas provocan un crecimiento del uso de sus servicios de asesoramiento, tanto en el voto como en gobierno corporativo, en el marco de un mundo globalizado a nivel económico, político y tecnológico, por lo que el volumen de carteras que son asesoradas por los asesores de voto provoca cambios y consecuencias en empresas en todo el mundo. Cambios y consecuencias de los que han de asumir responsabilidad los propios asesores, hasta ahora exentos de la misma.

La reciente Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, afronta junto con la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, el futuro incierto de esta figura tan desconocida como cuestionada.

2. METODOLOGÍA.

Para la elaboración del presente trabajo se ha requerido la recopilación, lectura, extracción de información y análisis de diferentes publicaciones y monografías recientes pertenecientes a la Revista de Derecho de Sociedades editada por Thomson Reuters – Aranzadi. Principalmente seguiremos el esquema de la monografía núm. 42 de la citada revista, escrito por Ascensión Gallego Córcoles

Asimismo se ha requerido el análisis de documentos elaborados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de diferentes textos legales de interés mencionados en la bibliografía según normas Harvard.

3. ORIGEN DE LOS ASESORES DE VOTO.

El termino asesores de voto proviene del vocablo inglés “*proxy advisor*”, derivado a su vez de “*proxy voting*”, es decir, delegación de voto. Teniendo su denominación origen en un vocablo inglés, el origen del concepto está en Estados Unidos, donde existe una alta presencia de inversores institucionales en las sociedades cotizadas.

Los orígenes de los asesores de voto aparecen vinculados al fenómeno del denominado «activismo» de los inversores institucionales¹. Los inversores institucionales, importantes en la conceptualización de los asesores de voto son, de acuerdo al diccionario panhispánico, un “*tipo de inversor cualificado que merece una atención especial por la*

¹ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

trascendencia de su conducta para los mercados de valores y que puede clasificarse en una de las dos categorías siguientes: de primer grado, cuya finalidad esencial es la inversión en valores (son las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras); y de segundo grado, cuyas finalidades esenciales no son la inversión en valores, pero que, para desarrollarlas, precisan invertir de forma masiva y continua en valores e instrumentos financieros (son, por una parte, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, cuya finalidad esencial es servir de instrumentos de articulación de los planes de pensiones y que, para ello, deben invertir en instrumentos financieros; y, por otra parte, las compañías de seguros, cuya actividad es realizar operaciones de seguros y reaseguros y, en consecuencia, deben invertir sus provisiones técnicas afectas a aquellos contratos de seguro)”².

Los inversores institucionales, por tanto, gestionan y representan de forma profesional, los derechos de terceros a la vez que son titulares de las acciones. Tradicionalmente su actuación se centraba en el aspecto financiero siendo más inversores que accionistas, sin ejercer derecho al voto y sin preocuparse por ejercerlo, por lo que paulatinamente los ordenamientos comenzaron a establecer deberes relacionados con el derecho a voto para conservar el mejor interés de los inversores finales³, siendo el resultado de estas regulaciones los asesores de voto.

La primera vez que se intuye la presencia los asesores de voto, aunque más dirigiéndose a los asesores de inversiones tiene lugar cuando se aprobó la Investment Advisers Act en 1940⁴ para controlar a aquellos que, por un precio, asesoran a personas, fondos de pensiones e instituciones en asuntos de inversión. La iniciativa para la aprobación de la ley comenzó con la Ley de Sociedades de Servicios Públicos de 1935, que autorizó a la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) a estudiar fideicomisos de inversión. Este estudio tuvo como propósito proporcionar una mirada más cercana a los fideicomisos de inversión y a las empresas de inversión aunque se encontraron muchos casos de abuso de los asesores de inversión.

² *Diccionario Panhispánico*, 2021. *Diccionario Panhispánico*. [En línea] Disponible en: <https://dpej.rae.es/lema/inversor-institucional> [Último acceso: 12 Abril 2021].

³ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”. *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

⁴ Investment Advisers Act of 1940 (IAA). Disponible en [SEC.gov / Laws and Rules](#)

Así, esta ley buscaba no solo regular a los asesores de inversión sino también hacer un seguimiento de quién estaba en la industria y sus métodos de operación exigiendo un registro para aquellos que llevan a cabo negocios de asesoramiento de inversiones.

La primera vez que se dilucida de forma legislativa la existencia de los Proxy advisors tiene lugar cuando se aprobó en 1974 el Employee Retirement Income Security Act⁵, en la que se regula el derecho de voto en los fondos de pensiones conforme a los beneficiarios de estos, siendo este el principio de los asesores de voto.

Posteriormente en 1988, el Department Of Labor, redactó la Avon Letter⁶ en la que se dirigía a la empresa Avon Products afirmando el derecho a voto de aquellos que poseen un plan de pensiones, relacionándose por tanto con la anterior ley mencionada.

Este derecho al voto debía ser ejercitado con lealtad y diligencia, pero no fue regulado hasta la Proxy Voting by Investment Advisers Act⁷, ley aprobada en 2003. En esta ley la Comisión adoptó una nueva ley y enmiendas a lo establecido en la Ley de Asesores de Inversiones de 1940 que abordaba la obligación fiduciaria de un asesor de inversiones para con sus clientes cuando el asesor tiene autoridad para votar por sus representantes. La nueva regla requiere que un asesor de inversiones que ejerza el voto adopte políticas y procedimientos diseñados para garantizar que vote en el mejor interés de los clientes, que les proporcione información sobre esas políticas y procedimientos, y que divulgue a clientes cómo pueden obtener información sobre cómo el asesor ha votado por sus representantes. Las enmiendas también requieren que los asesores mantengan ciertos registros relacionados con el poder de la voto. En definitiva, las reglas y enmiendas están diseñadas para garantizar que los asesores voten en el mejor interés de sus clientes y proporcionen a los clientes información sobre cómo votan.

⁵ *Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)*, disponible en [Employee Retirement Income Security Act \(ERISA\) | U.S. Department of Labor \(dol.gov\)](https://www.dol.gov/eis/whys/erisa.html)

⁶ *McRitchie, J., 2014. Corporate Governance. [En línea] Carta del Secretario del Department of Labour de los Estados Unidos a Heimuth Fandl, (Director general de Pensiones de la compañía Avon Products, Inc.) 1988, Avon Letter. [Último acceso: 15 Abril 2021]. Disponible en [Fiduciary Duty to Announce Votes \(Part 2\): Historical Background - Corporate Governance \(corpgov.net\)](https://www.corpgov.net/2014/04/15/avon-letter/)*

⁷ *U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, 2003. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>*

En 2010, encontramos la última referencia normativa y evolución del concepto, cuando se aprobó la Dodd-Frank Act ⁸, en la que a través del “*say on pay*”, que consiste en una resolución obligatoria y no vinculante de accionistas ofrecida por la dirección de la compañía que pide a los inversores que aprueben el paquete de compensación o retribución de los funcionarios ejecutivos nombrados de una compañía, además de obligar a las empresas a celebrar un “voto de frecuencia”.

De origen anglosajón, aunque con proyección transnacional, este fenómeno ha llegado a ser calificado como la cuarta evolución del capitalismo parece representar el camino hacia una profesionalización del ejercicio de voto en el seno de las sociedades cotizadas⁹.

4. CONCEPTO DE ASESORES DE VOTO.

4.1 Conceptualización.

A lo largo del trabajo se hará referencia al término de Asesores de Voto o Proxy Advisors, por lo que es adecuado realizar una definición del término. De acuerdo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los asesores de voto pueden definirse como “*entidades que prestan servicios a inversores, principalmente institucionales, de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas*”¹⁰.

Por otro lado, se encuentra la definición del diccionario panhispánico, según el cual, se trata de una “*entidad especializada que realiza recomendaciones sobre el sentido del ejercicio del*

⁸ *Dodd- Frank Act of 2010, U.S Securities and Exchange Commission. Disponible en <https://execcomp.org/Issues/Issue/say-on-pay#:~:text=As%20included%20in%20the%20Dodd,other%20highly%20compensated%20executive%20officers>*.

⁹ Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. “Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas”. *Revista de Derecho de Sociedades, Monografía núm. 42. Página 18*

¹⁰ Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles. Disponible en [Prueba Informe def \(cnmv.es\)](http://PruebaInformeDef.cnmv.es)

*derecho de voto en relación con las propuestas de acuerdo sobre los puntos del orden del día de la junta general de una sociedad cotizada*¹¹.

La Directiva 2017/828 y la Ley 5/2021 definen al asesor de voto como aquella “*persona jurídica que analiza, con carácter profesional y comercial, la información revelada que las sociedades cotizadas están legalmente obligadas a publicar y, en su caso, otro tipo de información, 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*”¹².

De esta manera, es posible realizar una definición propia de manera que un Asesor de Voto será aquella empresa o entidad especializada cuya función principal es previo análisis de las propuestas formuladas en la Junta General de Accionistas, realizar recomendaciones a inversores institucionales relativas al ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en una sociedad cotizada.

Estas recomendaciones de voto se realizan de acuerdo a criterios o políticas de los propios asesores de voto de acuerdo a estándares y prácticas internacionales sobre el buen gobierno corporativo, por lo que serán favorables o no tras el análisis del alineamiento de las propuestas de la junta de accionistas con las políticas ya mencionadas¹³.

Con la definición legal de la Directiva 2017/828 y la Ley 5/2021 con esta definición se cubre el núcleo central de la actividad que caracteriza a los asesores de voto, que en la práctica revisten naturaleza societaria, el cual viene constituido por el asesoramiento en materia de voto que, con carácter general, se concreta en la prestación por parte del asesor de un servicio retribuido de emisión 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

¹¹ Definición obtenida del Diccionario Panhispánico. Disponible en [Definición de proxy advisor - Diccionario panhispánico del español jurídico - RAE](#)

¹² Directiva (UE) 2017/828 Del Parlamento Europeo Y Del Consejo de 17 de mayo de 2017 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. Disponible en [Directiva \(UE\) 2017/ del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, 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 \(boe.es\)](#)

¹³ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

general correspondientes a las sociedades cuyas acciones componen la cartera de valores del inversor¹⁴.

4.2 Figuras afines.

Resulta adecuado diferenciar a los asesores de voto de otras figuras que inicialmente son similares debido, principalmente, a su labor de asesoramiento. Así, se les diferenciara de figuras tales como los proxy solicitors, los proxy agents, los gatekeepers y las empresas de asesoramiento financiero.

4.1.1 Proxy solicitors

Al igual que los asesores de voto, tienen origen anglosajón, concretamente en Estados Unidos, allí, la Securities and Exchange Act de 1934 regula la denominada proxy solicitation en la que tiene lugar 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.¹⁵

Se definen como entidades contratadas por las compañías cotizadas para facilitar a sus Consejos la identificación y el conocimiento de los accionistas transfronterizos (normalmente inversores institucionales), ya que suele ser muy complicado, y para desarrollar mecanismos de diálogo con los mismos; además se ocupan de describir y aclarar dudas al accionista sobre información pública relativa a la administración de la organización y las propuestas de acuerdos a votar en la junta general, facilitando la comunicación ínter partes.

¹⁴ Gallego Córcoles, Ascensión., 2021. “Transparencia de los asesores de voto (proxy advisors) en la proyectada reforma de la normativa del mercado de valores (1)”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Núm. 25.

¹⁵ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”. *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

Asimismo, se dedican a prestar apoyo en el ejercicio del derecho de voto por parte del accionista a través de los medios telemáticos, existentes; y contabilizan los votos emitidos por los accionistas con los que haya entrado en contacto el proxy solicitor, informando del sentido del voto al emisor.

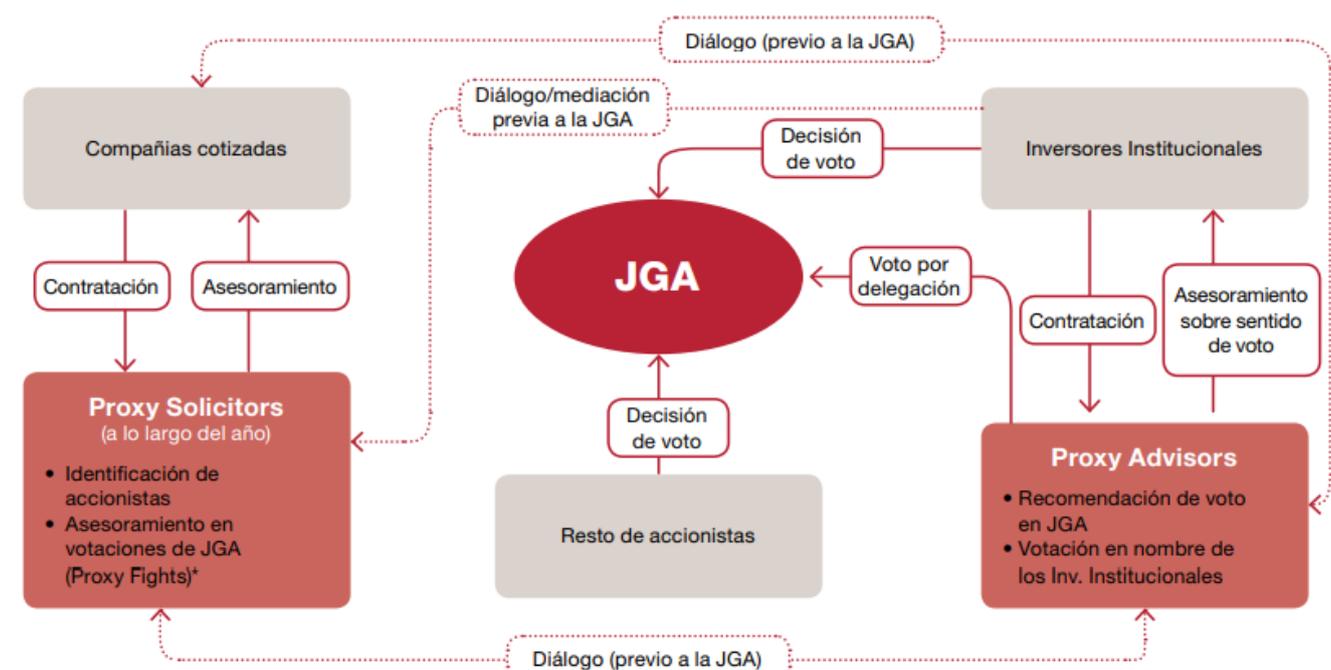
De acuerdo al informe de PWC, “*combinando este conocimiento y los niveles de confianza reales de los inversores hacia la compañía y su dirección, el Consejo puede desplegar estrategias más adecuadas para mitigar el impacto de la eventual intervención negativa de los Proxy Advisors y alinear los intereses de los accionistas (inversores institucionales) con el Consejo de Administración*”¹⁶. De esta forma facilitan el *engagement*, es decir, la implicación de los accionistas en la gestión de la compañía, facilitando un diálogo más fluido entre las sociedades cotizadas y sus accionistas.

Los principales proxy solicitors del mercado son Morrow & Sodali, Georgeson, InvestCo, Innisfree Kingsdale Shareholders Services o Laurel Hill, entre otros¹⁷.

En España, los inversores institucionales internacionales han comenzado a participar y ejercer sus derechos de voto, con el asesoramiento de los Asesores de voto y los Proxy Solicitors.

¹⁶ Informe de PWC: Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas? Disponible en [proxy-advisors.pdf\(pwc.es\)](http://proxy-advisors.pdf(pwc.es))

¹⁷ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf\(corporance.es\)](http://Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf(corporance.es))



*Proxy Fights: Se refiere a la unión por parte de varios accionistas con la finalidad de reunir un porcentaje de voto suficiente como para adoptar alguna medida (incorporar puntos en el orden del día, solicitar una JGA extraordinaria, ...) ajenas a las propuestas del Consejo, a la JGA.

1. Gráfico Ilustrativo de los agentes que intervienen en las decisiones de voto en los acuerdos de las Juntas Generales de Accionistas. Obtenido del Informe de PWC

4.2.1 Proxy agents

Los proxy agents son empresas dedicadas a la intermediación en la comunicación entre la sociedad cotizada y el accionista que a través de programas informáticos denominados “plataformas de información y voto” simplifican el ejercicio del voto al accionista en una sociedad cotizada a la vez que transmiten información sobre la junta general al inversor y reciben su respuesta, pero sin mantener ningún tipo de contacto con el accionista, del que recogen su voto y lo envían en sentido inverso al emisor automáticamente¹⁸. Grosso modo, se dedican a la transmisión y recepción de información, pero sin mantener un diálogo activo. En ocasiones, este tipo de actividad pueden llevarla a cabo los propios asesores de voto a través de sus propias plataformas como un servicio complementario al del asesoramiento de voto.

¹⁸ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

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.

Los principales proxy agents del mercado son Mediant Communications y a Broadridge, ambos estadounidenses.

4.3.1 Gatekeepers

Su traducción viene a ser auditores de cuentas, analistas financieros y agencias de calificación crediticia. Se pueden definir como aquellos grupos de profesionales independientes que tienen diferentes funciones que tienden a superponerse en la práctica y que intentan evitar ciertas actuaciones limitándolas al consentimiento mediante una autorización¹⁹.

En la consulta pública planteada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados el 22 de marzo de 2012 (*ESMA's Discussion Paper. An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Option*)²⁰, tuvo lugar una comparación entre los gatekeepers y los asesores de voto.

Tanto los asesores de voto como los gatekeepers se encargan del procesamiento de información mediante su verificación, análisis e interpretación y una posterior de emisión de opiniones para la toma de decisiones en el mercado. Se diferencian en quien los contrata, si esta contratación resulta preceptiva o no, si su información es esencial o no en los mercados de capitales... Otra de las diferencias es que los asesores de voto examinan información de dominio público y presentan sus conclusiones a los inversores, por lo que su ocupación es disímil de la de un auditor.

Grosso modo, los gatekeepers proporcionan información al inversor sobre una empresa sin que la haya solicitado previamente, mientras que la relación de los asesores de voto y sus clientes es una relación de agencia propiamente dicha.

¹⁹ Coffee, J. C., 2006. *Gatekeepers: The professions and corporate governance*. Nueva York: Oxford University Press.

²⁰ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

4.4.1 Empresas de asesoramiento financiero

Las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI) son “*personas físicas o jurídicas que prestan servicios de asesoramiento en materia de inversión, entendidos como la realización de recomendaciones personalizadas a clientes sobre instrumentos financieros y asesoramiento en materias auxiliares como estructuración de capital, estrategia industrial y otros servicios relacionados con fusiones y adquisiciones*”²¹. Se trata de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión reguladas por la Ley del Mercado de Valores, por el RD 217/2008 sobre régimen jurídico de las empresas servicios de inversión y por la Circular 10/2008 de la CNMV, que ofrece información estadística y principales magnitudes de estas.

Al igual que los asesores de voto, tiene una labor de asesoramiento en materia de inversión y proporcionan recomendaciones a sus clientes sobre las acciones cotizadas. Sin embargo, los asesores de voto proporcionan recomendaciones que no son personalizadas en los términos de la normativa del mercado de valores, sino que se aconsejan sobre el ejercicio de los derecho de voto que les corresponde a los inversores una vez compran las acciones que han podido ser recomendadas por las empresas de asesoramiento financiero.

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, introduce cambios muy importantes en el régimen aplicable al asesoramiento en materia de inversión, pero no hace referencia a los asesores de voto.

²¹ Asociación de empresas de asesoramiento financiero, 2021. ASEAFI. [En línea] Disponible en [EAFI – Asociación Española de Empresas de Asesoramiento Financiero \(aseafi.es\)](http://aseafi.es)

5. REGULACIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO.

5.1 Normativa supraestatal.

En primer lugar, en el ámbito europeo, se puede encontrar una institución dedicada a perfeccionar la protección de los inversores y promover mercados financieros estables y ordenados, tal es la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de ahora en adelante AEVM, creada a través del Reglamento (UE) nº 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010.

El Libro Verde de la Comisión Europea de 5 de abril de 2011, propuso llevar a cabo un análisis sobre los asesores de voto y los problemas derivados de su actuación y si establecer un Código de conducta, o limitar la capacidad de asesorar a sociedades emisoras²².

Inicialmente, en 2012, al no considerar a los asesores de voto como aspecto importante, redactó un Discussion paper²³ que fue remitida a los distintos agentes del mercado planteando diversas alternativas, concretamente cuatro:

- I. No realizar ninguna acción legislativa
- II. Alentar a los Estados miembros de la UE a desarrollar las normas.
- III. Adoptar Instrumentos reguladores cuasi vinculantes a nivel de la UE.
- IV. Adoptar Instrumentos legislativos vinculantes a nivel de la UE.

La razón para plantear estas opciones fue debido al hecho de que los asesores de voto no se encontraban regulados a nivel europeo, sino que solo existían normas relativas a los inversores o normas de gobierno corporativo que se aplicaban a nivel nacional.

²² *Emparanza Sobejano, Alberto* , 2019. *Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto. En: Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I. Pamplona: Aranzadi, Página 1426*

²³ *European Securities and Markets Authority, 2021. [En línea] Discussion paper - an overview of the proxy advisory industry. Considerations on possible policy options, redactado por Autoridad Europea de Valores y Mercados. Disponible en [Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/press-conferences-and-events/discussion-paper-an-overview-of-the-proxy-advisory-industry-considerations-on-possible-policy-options)*

En función de las opiniones obtenidas de los participantes, se publicó el informe final el 19 de febrero de 2013; la falta de uniformidad condujo a la AEVM a tomar la decisión de proponer la elaboración de un código de conducta respecto a la actuación de los asesores de voto²⁴, es decir, fomentando la identificación, publicación y gestión de los conflictos de interés; y el impulso de la transparencia en los servicios prestados, a la vez de asegurar la fidelidad y fiabilidad de las recomendaciones, con el fin de proteger la libertad de actuación y que acabaran convirtiéndose en estándares de buenas prácticas.

En 2014 tuvo lugar la publicación del EFAMA Code for External Governance, un código de aplicación voluntaria por el European Fund and Asset Management Association en la que se instaba a inversores institucionales a comunicar cómo ejercitan los derechos de voto y si contratan servicios del asesor de voto sustentándose el contenido de este en los principios de calidad del servicio, gestión de los conflictos y política de comunicación. Este código fue objeto de seguimiento y en diciembre de 2015 la ESMA publicó los resultados, en los que se mostraron que las propuestas del informe habían sido seguidas aunque aún cabían posibilidades de mejora por lo que se recomendaba la implantación de nuevas medidas²⁵.

Así, la Unión Europea llegó a considerar necesaria la regulación de los asesores de voto propiciando que los socios cuenten con información de calidad que les permita tomar parte de las decisiones de la sociedad con discernimiento. El resultado fue la elaboración de la Propuesta de Directiva que se materializó el 23 de marzo de 2017, cuando se aprobó la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, 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.

La nueva Directiva menciona por primera vez a los asesores de voto, en su Preámbulo y en el Capítulo 1 ter titulado “*Transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto*”.

²⁴ Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. “Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas”. *Revista de Derecho de Sociedades, Monografía núm. 42*. Página 140

²⁵ Emparanza Sobejano, Alberto, 2019. *Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto*. En: *Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I*. Pamplona: Aranzadi. Página 1427

El artículo 1 de la Directiva 2007/36CE ha sido modificado y se establece que será competente el Estado Miembro en el que el asesor de voto tenga su domicilio social.

En caso de no encontrarse en un Estado Miembro será donde tenga su establecimiento principal y si no tuviere domicilio social ni un establecimiento principal en un Estado Miembro, será aquel donde el asesor de voto tenga un establecimiento

El nuevo artículo 3 undecies de la Directiva trata de introducir medidas que pueden favorecer la mayor calidad de los servicios que prestan a los inversores institucionales para favorecer la implicación en las sociedades en las que votan. En concreto, establece que los asesores de voto han de tener un código de conducta que prevea su actuación, aunque en la realidad este código de conducta se convierte en una serie de principios de buenas prácticas que, de manera justificada y excepcional, pueden ser prescindibles si así lo consideran conveniente los asesores. En el caso de que, aun disponiendo de un código de conducta, no se aplique, habrá de explicar la razón de dicha excepción y las medidas alternativas adoptadas. En ambos casos, los interesados podrán acceder gratuitamente a dicha información a través de la página web que será actualizada periódicamente.

De tal forma se dota a los asesores de voto de cierta flexibilidad consagrando el principio de *comply o explain*, pero siempre permitiendo a los inversores disponer de información precisa y actualizada de los parámetros de conducta y las razones que los justifican.²⁶

En el segundo apartado del artículo 3 undecies de la directiva, remarca que durante tres años ha de estar disponible un mínimo de información formado por como realizan su trabajo, es decir, las condiciones de sus servicios la metodología empleada en su las investigaciones las fuentes de información, qué procedimiento siguen para garantizar la calidad de las investigaciones y de las recomendaciones, cómo gestionan los conflictos de interés que puedan darse y establece en el inciso f), la obligación de informar si tienen algún tipo de diálogo con las sociedades que son objeto de su investigación.

Todo ello para cumplir la obligación de transparencia pretendida, la cual es el pilar en torno a la que se regula la figura de los asesores de voto permitiendo que los inversores puedan conocer bajo qué condiciones los asesores de voto prestan sus servicios profesionales y qué vínculos tienen con las sociedades que van a evaluar.

²⁶ Emparanza Sobejano, Alberto , 2019. *Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto. En: Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I. Pamplona: Aranzadi. Página 1437*

El conocimiento de la labor del asesor jurídico junto con las condiciones concretas del mercado en el que la sociedad desarrolla su actividad y el marco jurídico al que está sometida componen fuentes de información de una gran notabilidad para conocer la profesionalidad y el grado de diligencia con la que los asesores de voto llevan a cabo su labor y ayudan a desentrañar el alcance de su desempeño profesional y la forma de llevarlo a cabo, lo que resulta notable en un mercado tan cerrado y opaco como ha sido y sigue siendo el de los asesores de voto²⁷.

Este deber de transparencia enfatiza las posibles conexiones entre los asesores de voto en las sociedades investigadas relaciones. No solo deben conocerse públicamente las relaciones para que los inversores institucionales puedan estar al corriente de estas, sino que también deben establecerse mecanismos para minimizar los efectos nocivos de las situaciones de conflicto causadas por dichas vinculaciones contractuales u orgánicas.

En corolario, el fin último de la Directiva es impulsar la cooperación de los inversores institucionales en el ejercicio de las sociedades donde participan. A las compañías que se dedican a gestionar se les imponen deberes de transparencia así como a los asesores de voto.

5.2 Normativa nacional.

En relación al derecho al voto, la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, establece en su artículo 46.1.d) que la sociedad gestora de los fondos gestionados “*estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales*”²⁸. En relación a esta obligación el artículo 115.1.i del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 establece que “*las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva están*

²⁷ Emparanza Sobejano, Alberto , 2019. *Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto. En: Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I. Pamplona: Aranzadi. Página 1440*

²⁸ *Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Disponible en BOE.es - [BOE-A-2003-20331](http://BOE.es) Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.*

obligadas a ejercer todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en los fondos y sociedades que aquella gestione, salvo que en los contratos de gestión en el caso de las sociedades, éstas se reserven el ejercicio de los derechos de voto. La obligación anterior será de aplicación siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación conjunta de los fondos o sociedades gestionados por la SGIIC en la sociedad tuviera una antigüedad superior a doce meses y siempre que dicha participación represente, al menos, el 1 por ciento del capital de la sociedad participada. Lo anterior se aplicará salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe anual”²⁹.”

En nuestro Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas revisado en junio de 2020³⁰, se establece en el principio 4 un principio internacional de buen gobierno ya reflejado en 1998 en el Código Olivenza, así el principio 4 establece la obligación de las sociedades cotizadas de mantener una información transparente, de manera que han de tener una política sobre comunicación y contactos con inversores institucionales y asesores de voto, así como con una política general relativa a la comunicación de información económico-financiera, no financiera y corporativa a través de medios de comunicación, redes sociales u otros canales.

A este efecto, la CNMV emite la Recomendación 4ª, tal que la sociedad ha de definir y promover políticas relacionadas con la comunicación y contactos con accionistas e inversores institucionales en el marco de su participación en la empresa, así como con asesores de voto con la finalidad de respetar las reglas que prohíben el abuso de mercado y dé un trato similar a los accionistas en la misma posición. La sociedad dará a conocer esta política a través de su sitio web, incluyendo información sobre cómo se implementa, y determinar al interlocutor o responsable de implementar la política.

Además, sin perjuicio de la obligación legal de difundir información privilegiada y otra información regulada, la empresa también tiene una política general de intercambio de información económico - financiera, no financiera y corporativa a través de los canales que

²⁹Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Disponible en [BOE.es - BOE-A-2012-9716](https://www.boe.es/boe/A-2012-9716) Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

³⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2021. [En línea], Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf

prefiera. Esto ayuda a maximizar la difusión de la información disponible para el mercado, inversores y otros grupos de interés, y mejorar su calidad.

La Directiva 2017/828 aprobada por el Parlamento y el Consejo Europeo es vinculante para España como Estado Miembro dejando a las instituciones nacionales elegir los métodos y medios para cumplir la incorporación y modificación que conlleva dicha reforma. El plazo de reforma que debe seguir España es de 24 meses, por lo que el gobierno se enfrentó a la reforma de la LSC para cumplir con la Directiva.

Esta reforma implicaba cambios en el ordenamiento jurídico aplicable a las sociedades cotizadas, especialmente la modificación del Título XIV de la LSC. La necesidad de la reforma surgió de la crisis financiera, y aborda las deficiencias del gobierno corporativo de las empresas.

La transposición debería haberse realizado en julio de 2019 como muy tarde, pero la inestable situación parlamentaria provocó su retraso. El Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, aprobado por la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital fue remitido al Senado³¹, que introdujo una serie de enmiendas publicadas en el Boletín Oficial de las Cortes Generales el 16 de marzo de 2021. Este proyecto de Ley fue aprobado en sede parlamentaria el 12 de abril de 2021, entrando en vigor a los veinte días de su publicación en el BOE denominándose Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas³², de esta forma se realizó la transposición de la Directiva 2017/828 en España.

³¹ Artículo relativo al Proyecto de Ley. Disponible en [El Congreso aprueba el Proyecto de Ley que modifica la Ley de Sociedades de Capital y lo remite al Senado - El Derecho - Mercantil](#)

³² Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Disponible en [BOE.es - BOE-A-2021-5773 Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.](#)

En la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas; justifica la regulación de este sector debido a que cada vez más inversores contrata los servicios de los asesores de voto para así poder determinar cómo ejercer los derechos de voto asociados a sus inversiones.

Esta reciente ley dedica el Capítulo X a los asesores de voto, del artículo 137 bis al artículo 137 quinquies, de manera que se analizarán las novedades de estos artículos en este ámbito a continuación :

En el artículo 137 bis establece en su apartado primero el ámbito de aplicación, esta limitación del ámbito de aplicación de la disciplina de transparencia a los asesores de voto por referencia a una sociedad con domicilio social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado europeo pone de manifiesto que la normativa persigue principalmente contribuir a un gobierno corporativo eficiente de las sociedades cotizadas europeas (Gallego Córcoles, 2021). En el apartado segundo define la figura del asesor de voto, además en el apartado tercero establece la obligación de, si una entidad cumple los requisitos establecidos anteriormente deberán comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En el artículo 137 ter, se establece una obligación a los asesores de voto de publicar en la página web la referencia del código de conducta que apliquen, incluyendo el código deontológico correspondiente de la profesión, e informarán sobre la forma en que lo han hecho, siendo esto actualizado una vez al año.

De esta forma, ambos artículos vienen a decir que los asesores de voto deberán publicar la referencia del código de conducta aplicables, incluido el código deontológico correspondiente si

- (i) tienen su domicilio social en España,
 - (ii) no tienen su domicilio social en un Estado miembro de la Unión Europea, pero tenga su establecimiento principal en España, o
 - (iii) no tienen ni su domicilio social ni su establecimiento principal en un Estado miembro de la Unión Europea, pero tiene un establecimiento en España.
- Aunque la emisión no supere los umbrales mencionados, la Comisión

Nacional del Mercado de Valores tiene el poder de poder exigir folleto, si la complejidad del emisor o del instrumento financiero lo requiere.

Y, en el caso de que no apliquen ningún código de conducta, explicarán el motivo de manera clara y razonada, además si se apartar de alguna de las directrices, informarán públicamente sobre las recomendaciones que no siguen, los motivos y las alternativas adoptadas.

El artículo 137 quater, establece la obligación de publicar anualmente y de manera gratuita un informe en su página web y con disponibilidad durante tres años para que los clientes estén informados acerca de la exactitud y fiabilidad de sus actividades, con, al menos, el siguiente contenido ³³:

- a) las características importantes de los métodos y los modelos aplicados,*
- b) las principales fuentes de información utilizadas,*
- c) los procedimientos implantados para garantizar la calidad de las investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto y la cualificación del personal destinado a esas funciones,*
- d) el grado y forma de consideración de las condiciones del entorno de mercado, jurídico, económico-empresarial, regulatorio y las condiciones específicas de la sociedad cotizada en cuestión,*
- e) las características importantes de las políticas de voto que aplican a cada mercado,*
- f) el grado y la forma en la que mantienen cauces de comunicación con las sociedades que son objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con otras partes interesadas en la sociedad; y*
- g) la política relativa a la prevención y a la gestión de conflictos de intereses potenciales.*
- h) las limitaciones o condiciones que deben ser consideradas en las recomendaciones emitidas.*

³³ Extraído a tenor literal del artículo 137 quater de la Ley 5/2021 de 12 de abril. Disponible en [BOE.es - BOE-A-2021-5773 Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.](https://www.boe.es/BOE-A-2021-5773)

El artículo 137 quinquies es el relativo a los conflictos de interés, estableciendo la obligación de comunicar sin pérdida de tiempo a sus clientes cualquier conflicto de intereses real o potencial o cualesquiera relaciones de negocio que puedan influir en la elaboración de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y las medidas adoptadas para eliminar, mitigar o gestionar los conflictos de intereses reales o potenciales.

En esta Ley 5/2021 de 12 de abril, no solo es posible encontrar regulación explícita sobre los asesores de voto en su Capítulo X (artículos 137 bis a 137 quinquies), sino que también introduce en su artículo 6.18 un nuevo Capítulo X denominado «Asesores de voto» en el Título IV que comprenderá los nuevos artículos 137 bis a 137 quinquies al Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, cuyo contenido es idéntico al expresado y analizado en la Ley 5/2021.

En el Derecho español, el asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto no constituye una modalidad de asesoramiento sobre estrategias de inversión, por lo que no son aplicables las normas del artículo 83 de la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV) sobre abuso de mercado y los deberes de imparcialidad y lealtad.

Para que pueda entenderse que existe asesoramiento en materia de inversión a los efectos del artículo 63.1 LMV, el asesoramiento tiene que ser la emisión de recomendaciones basándose en el perfil y circunstancias del cliente con el fin de:

- I. Comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico.
- II. Ejercitar o no cualquier derecho conferido pro un instrumento financiero para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un financiero.

Inicialmente, la labor de los asesores de voto podría ser integrable en estas alternativas, ya que sus recomendaciones de voto se convierten en informes sobre las sociedades objeto de su estudio, pero el desarrollo reglamentario del Real Decreto 1333/2005 de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado, no permite a los asesores de voto que se sujetan a estos deberes ya que limita a los mismo al campo de las recomendaciones de inversión según el artículo 10 *“La información elaborada por un analista independiente, una empresa de inversión, una entidad de crédito, por cualquier otra persona cuya principal actividad sea la elaboración de recomendaciones, así como por las personas físicas que*

*trabajen para cualquiera de los anteriores con arreglo a un contrato de trabajo o de otra forma, que, directa o indirectamente, exprese una recomendación de inversión concreta sobre un instrumento financiero o sobre un emisor*³⁴

5.3 Panorama internacional.

Se puede encontrar dos tendencias claras correspondientes a los dos mercados más importantes donde actúan los asesores de voto, por un lado la tendencia estadounidense, donde se han adoptado medidas legislativas que imponen obligaciones directas a los asesores de voto; por otro lado, la tendencia europea, donde se inclinan a establecer recomendaciones no vinculantes para ocuparse de la actividad de los asesores de voto, pero en multitud de ocasiones estas recomendaciones van dirigidas a los usuarios, es decir, los inversores institucionales.

En el 2010 la OCDE, emitió un informe denominado *Corporate Governance and the Financial Crisis* en el que manifestó la necesidad de regular los servicios de los asesores de voto para asegurar la existencia de un mercado competitivo que proporcione servicios de calidad a los clientes a la vez que evitara los conflictos de interés.³⁵

En Estados Unidos, se ha promovido algunos avances cuanto a regulación se refiere, principalmente por la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU. (siglas SEC, *Securities and Exchange Commission*), que han ido emitieron gradualmente reglas de acción variadas como su proyecto de supervisión (*Concept Release on the U.S. Proxy System*)³⁶, que asumió la “*responsabilidad de realizar investigaciones para verificar que las recomendaciones no se basan en datos inexactos o incompletos*”. Cada vez más asesores se han registrado voluntariamente en la SEC, y han asumido obligaciones tales como someterse a un control por parte de la Oficina de Inspección e Inspección de Cumplimiento perteneciente a la SEC.

³⁴ *Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. Disponible en [BOE.es - BOE-A-2005-19251 Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.](#)*

³⁵ *Emparanza Sobejano, Alberto , 2019. Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto. En: Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I. Pamplona: Aranzadi. Página 1426*

³⁶ *Concept Release on the U.S. Proxy System .Disponible en [Concept Release on the U.S. Proxy System \(sec.gov\)](#)*

Igualmente existe la Ley de Reforma de Gobierno Corporativo y Transparencia-HR5311³⁷ que se llevó a cabo en 2016, que modifica la Securities Exchange Act de 1934, afectando a las firmas de asesores de voto que se registren ante la SEC, regulando de esta manera la actividad de los asesores de voto al igual que la actividad de los asesores financieros.

Por otra parte, aparte de la normativa ya mencionada proveniente de la Unión Europa, algunos códigos de buen gobierno de países europeos han mencionado explícitamente a los asesores, como puede ser el Principio 6 del *Stewardship Code de Reino Unido* (versión revisada de Septiembre de 2012) contiene algunos principios y directrices dirigidos a los inversores institucionales, estipula que los inversores institucionales deben hacer público:

- (i) el uso que hagan de los servicios de asesoramiento de voto;
- (ii) el alcance de los servicios anteriores;
- (iii) la identidad de los proveedores de dichos servicios; y
- (iv) el grado en que los inversores institucionales siguen, confían o utilizan las recomendaciones de los asesores de voto.

Además para aquellos inversores institucionales que se adhieran a este código de buen gobierno, establece el deber de informar sobre cómo ejercitan su derecho de voto en las sociedades en las que participan y con arreglo a qué políticas de voto.

El *UK Stewardship Code* se entiende como un complemento al Código de gobierno Corporativo y se sujeta también al principio “cumplir o explicar”. El *Financial Reporting Council* publica en su página web un listado de las organizaciones que se han adherido al Código, que incluye a los asesores de voto.

³⁷ Ley de Gobierno Corporativo y Transparencia de 2016- HR5311 (*Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016, H.R. 5311*). Disponible en <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/5311/text>

En Francia, se encuentra la *Recommandation Amf N° 2011-06 Sur Les Agences De Conseil En Vote* en el que se establece un marco armonizado para someterlas unos principios generales de actuación que aseguran que los asesores de voto desempeñan su función de asesoramiento en defensa del mejor interés de sus clientes con flexibilidad, de manera que:

- (i) las políticas de voto han de ser transparentes y estar publicadas en la página web,
- (ii) los informes de los asesores de voto han de establecer cuál es su opinión en relación a los asuntos a tratar en las juntas general justificando por qué la recomendación es positiva o negativa,
- (iii) el borrador del informe ha de entregarse al emisor para que lo revise y tenga en conocimiento lo que se ha hecho y las razones de por qué algo no se ha hecho, además los comentarios del emisor han de ser recogidos en el borrador definitivo,
- (iv) los asesores de voto han de tener un código ético que prevenga conflictos de interés a la vez que han de publicar dichos conflictos de interés, existentes o potenciales.

Además, siguiendo el artículo L533-22 del Código Monetario y Financiero, las compañías de gestión de activos deben ejercitar los derechos de voto que correspondan a las acciones bajo su gestión en interés de los beneficiarios últimos e informar a la AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) sobre el ejercicio de los derechos de voto, o explicar las razones cuando no se ejerciten.

5.4 Propuestas regulatorias.

Lógicamente, el posible tratamiento normativo de los asesores de voto ha de comenzar por afectar a aspectos como la existencia de conflictos de interés o la publicidad de las directrices generales que serán utilizadas con el fin de proteger la confianza en el adecuado funcionamiento del mercado y en la profesionalidad y rectitud de los asesores de voto y sus recomendaciones.

La globalización de los mercados aconseja una regulación transfronteriza por el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (siglas MIGA del inglés Multilateral Investment Guarantee Agency) y la solución de conflictos a través del arbitraje del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (en adelante CIADI), más aun teniendo en cuenta que la mayor parte de los asesores de voto provienen de Estados Unidos y que en muchas ocasiones empresas europeas recurren a sus servicios

Sin embargo, dada la normativa europea existente es lógico pensar que tenemos las siguientes alternativas: autorregulación sectorial y nacional, código europeo, adopción de medidas legislativas de regulación por la Unión Europea:

5.1.1 Autorregulación sectorial y nacional.

Este ámbito puede ser el más recomendable ya que es un fenómeno reciente en Europa, más aún en España. Asimismo, es muy común en los últimos tiempos una tendencia hacia la autorregulación, no solo en el sector de los asesores de voto, sino también en sectores colaterales como los inversores institucionales, fondos de inversión... etc.

Por esta razón es más fácil que los asesores de voto se adhieran a un código de conducta de la industria que no a uno nacional, siendo además más eficiente el código de la industria que el nacional ya que permite determinar unos niveles de exigencia, competencia y calidad en el trabajo.

La principal ventaja de la autorregulación sectorial es que al tratarse de una norma autoimpuesta, son los propios afectados quienes establecen los principios generales y las recomendaciones que integrarían el Código, facilitando su expansión y aplicación.

Igualmente, el establecimiento de unos patrones generales del sector valdría para estimar la profesionalidad de estas empresas y el grado de acatamiento de sus objetivos, dando respuesta, parcialmente, a aquellos que quieren someter la actuación de los asesores de voto a la obediencia de determinadas normas de actuación

Uno de los principales problemas de la autorregulación, por un lado, es su escasa posibilidad de sanción en caso de incumplimiento, que se vería limitada al riesgo reputacional al que se someterían aquellos que lo incumplieran. Por otro lado, tratándose de un mercado oligopolístico es más que probable que aquellos más poderosos impongan

sus reglas a las demás empresas, incluyendo normas inasumibles para aquellos con menos recursos técnicos ni materiales. Además, el código de conducta propuesto puede no regular todas las cuestiones problemáticas del sector o no hacerlo correctamente.

5.2.1 *Código Europeo.*

Si se tratara de un código europeo con recomendaciones sobre transparencia, conflictos de interés ayudaría a tener una mejor concepción de los asesores de voto, lo que aumentaría la participación de los inversores institucionales en las juntas generales.

Si se tratara de un código europeo de *soft law* se ajustaría a las actuales directrices de gobierno corporativo en Europa.

Si se trata de un código sujeto al principio de “cumplir o explicar”, su flexibilidad no se compararía con la propia de las meras directrices, aunque a aquellos a los que se les aplique podrían cumplir con las recomendaciones o apartarse de ellas en función de las especificidades de su negocio, mientras que los inversores pueden ver hasta qué punto se han aplicado estos principios

En cualquier caso, frente a una normativa estricta, la principal ventaja es que aporta flexibilidad en comparación a la regulación en sentido estricto, lo que permite adaptar estas normas a las normas internas relativas al gobierno corporativo.

La principal deficiencia es la falta de experiencia en el ámbito comunitario en la supervisión del comportamiento de los asesores de voto, por lo que es posible que no pueda reflejar con precisión las diferencias regulatorias y las diversas prácticas del mercado, por lo que será necesaria continuamente la supervisión de la ESMA.

5.3.1 *Medidas legislativas de regulación por la Unión Europea.*

Son muchos los que demandan el establecimiento de reglas de funcionamiento de la actividad de los asesores de voto para evitar los abusos que se han denunciado.

De esta forma se podría armonizar la regulación existente en Estados Unidos con la que se propondría en el seno de la Unión Europea, permitiendo que los dos mercados más importantes en los servicios de asesoramiento de voto se acercaran, no siendo uno más permisivo que el otro.

Lo ideal es que las normas convergieran hacia el mismo objetivo, proporcionando un carácter global y uniforme a la comparación y evaluación de empresas que operan bajo diferentes ordenamientos. Permitiría el establecimiento de responsabilidades ante los inversores finales y, ante tal consecuencia, se podría lograr un asesoramiento independiente y de calidad pero sin frenar el desarrollo de una industria emergente

5.4.1 ¿Existe una única opción?

Tras estudiar estas alternativas, está claro que hay que tomar en cuenta la cantidad de problemas que genera la ausencia de regulación explícita sobre la actividad de los asesores de voto. La importancia creciente de los asesores de voto y los potenciales conflictos de interés en los que pueden incurrir recomienda su regulación a nivel europeo, como mínimo, a través de un código de adhesión voluntaria bajo el principio de “cumplir o explicar”, de manera que, con flexibilidad, se puede adaptar a las normas internas y estándares locales de gobierno corporativo a la vez que incluye cuestiones como transparencia, conflictos de interés o calidad del asesoramiento. Asimismo, esta alternativa, estaría más en línea con la regulación actual del gobierno corporativo en Europa, la cual tiene lugar a través de cogidos de buen gobierno.

Antes de considerar esta propuesta de plantearse un código europeo para los asesores de voto, es mejor esperar a una mayor claridad y coordinación del sistema de gobierno corporativo de los emisores y de las obligaciones de comportamiento de los inversores institucionales.

En España, es posible que la nueva regulación pudiera realizarse a través de la modificación de diversas sobre normativa societaria, de la inversión colectiva o del mercado de valores, como la reciente Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

No obstante lo anterior, cabe entender que esta opción resulta desproporcionada en el momento actual, puesto que, como se ha adelantado, no parece existir una evidencia concluyente sobre la influencia real de los proxy advisors ni sobre los efectos negativos en la práctica de los problemas que tienden a asociarse con su actividad, lo que parece incompatible con la adopción de medidas legislativas inmediatas.

Por otro lado, en las circunstancias actuales, el autor considera que la opción de autorregulación por los propios asesores de voto podría ser una opción más eficiente, dejando el código europeo y la regulación per se para una etapa más avanzada, cuando exista una evidencia más clara sobre el impacto de los asesores de voto y la relación entre estas entidades y los emisores europeos, las cuestiones prácticas que plantean sus actividades y la mejor forma de abordarlas.

En consecuencia, cabe considerar que la adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión por la Unión Europea resulta, actualmente, inadecuada.

6. FUNCIONES DE LOS ASESORES DE VOTO.

Legalmente, la relación jurídica entre un asesor de voto y su cliente es un contrato de agencia³⁸, es decir, se trata de un acuerdo entre dos partes en el que una persona natural o jurídica – agente –, se obliga frente a otra de manera continuada o estable a cambio de una remuneración, a promover actos u operaciones de comercio por cuenta ajena, o a promoverlos y concluirlos por cuenta y en nombre ajenos, como intermediario independiente, sin asumir, salvo pacto en contrario, el riesgo y ventura de tales operaciones.

Concretando el concepto del contrato de agencia³⁹ en cuanto a las funciones y servicios de los asesores de voto, es posible dilucidar que básicamente se trata de un servicio retribuido de emisión de recomendaciones para el ejercicio del derecho de voto, pero las entidades asesoras de voto abarcan un gran espectro de servicios, siendo posible clasificarlos tal que⁴⁰:

- I. Recomendaciones a inversores institucionales sobre el ejercicio de sus derechos de voto en la junta general de accionistas de la empresa emisora.
Se pueden distinguir los siguientes:

³⁸ Boquera, J., 2017. “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82”. *Revista de Derecho Mercantil*, Núm. 306

³⁹ Boquera, J., 2017. “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82”. *Revista de Derecho Mercantil*, Núm. 306

⁴⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores., 2021. Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles. [En línea] Disponible en [Prueba Informe def \(cnmv.es\)](https://www.cnmv.es/PruebaInformeDef)

- a. Elaborar informes para inversores institucionales que faciliten la votación en la junta general de accionistas de las empresas en las que participan.
 - b. Emitir recomendaciones de voto generalistas diseñadas por los asesores de voto o los propios inversionistas institucionales, en respuesta a los acuerdos propuestos en cada junta de accionistas.
 - c. Analizar la retribución de los consejeros ejecutivos y altos directivos, y emitir posteriores informes de votación o recomendaciones.
 - d. Diseñar criterios de voto específicos para inversores institucionales.
- II. Otros servicios auxiliares desarrollados sobre la base de los anteriores de naturaleza principalmente técnica.

Se pueden distinguir los siguientes:

- a. Servicios auxiliares para el ejercicio de los derechos de voto: Promover la creación de plataformas de software para el ejercicio de los derechos de voto.
- b. Si se superan los umbrales establecidos por la ley con respecto a las participaciones significativas, se puede crear un servicio para dar una alerta..
- c. Servicios auxiliares para la custodia de valores con derecho de voto dirigidos a entidades depositarias de acciones.
- d. Servicios para coordinar acciones judiciales colectivas.
- e. Asesoramiento a entidades financieras en relación con acuerdos para la Cesión temporal de derechos de voto.
- f. Asesoramiento en gobierno corporativo y facilitar a sus clientes bases de datos con información histórica sobre votaciones, participación, etc.

Además, es necesario considerar el resto de los servicios prestados por el grupo empresarial e integrar al asesor de voto en el grupo empresarial cuando corresponda.

Se realizará un análisis más exhaustivo de las funciones del asesor de voto a continuación:

6.1 Análisis y propuesta de recomendaciones.

Sin duda, la función primordial del asesor de voto es el asesoramiento (profesional) en relación con el ejercicio del derecho de voto del inversor en las juntas generales de la sociedad emisora. Es decir, su función es analizar las propuestas de acuerdos del consejo de administración o de los accionistas en virtud del artículo 519.3 de la LSC, investigar las consecuencias de los mismos y realizar las recomendaciones de voto sobre esas propuestas⁴¹.

Así, el núcleo central de la actividad de los asesores de voto es la realización de análisis sobre las propuestas de acuerdos del orden del día realizadas por los administradores a la junta general correspondientes a las sociedades cuyas acciones componen la cartera de valores del inversor y la producción de informes con recomendaciones retribuidas a petición de los inversores institucionales en función a los análisis realizados anteriormente con la finalidad de garantizar que estos tengan elementos de juicio que les permita ejercer su derecho al voto atendiendo a sus intereses sobre los distintos asuntos del orden del día y con mayor alcance y calidad de lo que lo harían sin la actividad del asesor de voto⁴².

Pueden realizar estos informes ya que tienen a su disposición gran cantidad de información sobre diferentes aspectos de la realidad financiera y corporativa de las sociedades objeto del análisis, lo que les permite saber cuál es la decisión más concorde a los intereses de los inversores institucionales, ya que, inicialmente, tienen más medios materiales y conocimientos para adelantarse a las consecuencias de una decisión de voto u otra.

⁴¹ Boquera, J., 2017. "Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82". *Revista de Derecho Mercantil*, Núm. 306.

⁴² Emparanza Sobejano, Alberto, 2019. *Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto. En: Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I. Pamplona: Aranzadi. Página 1428*

En la práctica la prestación de estos servicios de clase intelectual, es decir, el análisis de datos y emisión de recomendaciones se realiza junto con servicios “*logísticos de recopilación y transmisión de información y de facilitación de toda una infraestructura de apoyo al proceso de voto, incluyendo el contacto con el banco custodio correspondiente, que prácticamente informa a diario al proxy advisor de los movimientos en la cartera de valores del inversor*”⁴³.

Según la actividad logística, los asesores de voto, a partir de la recepción de los materiales referentes a la siguiente junta general facilitan el proceso de voto a través de plataformas electrónicas cuyos datos se encuentran protegidos por el usuario y contraseña del cliente y que permiten que cronológicamente, los inversores tengan información sobre las juntas generales de las sociedades en cuyos valores invierten.

Además, sobre esta información los inversores rellenan el formulario de voto en la interfaz o plataforma dada por el asesor de voto. Normalmente este voto tiene lugar enviando un fax a la plataforma de votación correspondiente al custodio si se trata de un voto transfronterizo, a la sociedad o cualquiera que represente a los accionistas en la junta general de accionistas, si no existe voto transfronterizo, que incluye el ejercicio del derecho de voto o las instrucciones sobre el ejercicio del derecho de voto en el caso del por delegación. Después de que los inversores voten en la plataforma, el asesor de voto suele esperar a la fecha límite de votación para envía el fax correspondiente, por si el inversor quiere cambiar de parecer en relación a la votación. En las votaciones transfronterizas, el custodio suele confirmar la recepción de la votación al asesor de voto, quien se lo comunicará a su cliente. Incluso hay plataformas más desarrolladas que permiten otorgar poderes de representación y que informan al inversor sobre el resultado una vez realizada la votación en la junta general. Es posible deducir la conveniencia de estas plataformas virtuales para aquellos grandes inversores constitucionales con carteras variadas y además en otros países debido al ahorro de costes y de tiempo.

En cuanto a la actividad intelectual, es exclusivamente el análisis de la información pública de la sociedad, la proporcionada por el anuncio de la convocatoria de junta general y las propuestas del orden del día.

El análisis será más o menos extenso y profundo en función del servicio contratado y finaliza en una recomendación sobre el voto en los puntos concretos del orden del día solicitados, siendo esta actividad la que permite configurar el servicio como de

⁴³ Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. “Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas”. *Revista de Derecho de Sociedades, Monografía núm. 42*. Página 47

asesoramiento en materia de voto, toda vez que el profesional acaba proporcionando al cliente una indicación sobre si, a su juicio, el inversor ha de emitir un voto en sentido positivo o negativo o, en su caso, abstenerse, con ocasión de la votación de las distintas propuestas de acuerdo a la junta general⁴⁴.

En la práctica es posible que el asesor de voto proporcionar indicaciones sobre los puntos críticos de las propuestas de acuerdo de la junta general, sin proporcionar una recomendación de voto como tal, de manera que se ofrece una indicación al asesor sobre como ejercería el voto el asesor de ser él y no el cliente, quien tuviera que hacerlo.

Los servicios ofertados y prestados por los asesores de voto no siempre son personalizados y al perfil y necesidades del inversor y a la situación de la sociedad emisora, factores que, normalmente, serían tenidos en cuenta por aquellos con conocimientos del tema y que estuvieran en la obligación de emitir un voto. Consecuentemente, se dice que las recomendaciones de voto son estandarizadas, exceptuando aquellas realmente personalizadas que conllevan una contraprestación más elevada y recomendaciones adaptadas a la concreta situación del emisor y al perfil e intereses del inversor. Entre un extremo y otro, habrá posiciones intermedias, pero en cualquier caso el asesor de voto empleará sus propios estándares de buen gobierno, a no ser que el cliente proporcione unos estándares elaborados por el propio cliente.

Puede suceder que los servicios de facilitación de la articulación del proceso de voto y de asesoramiento sean contratados simultáneamente, por lo que el sentido del voto recomendado por el asesor de voto vendrá precedido por defecto en las plataformas electrónicas que son puestas a disposición del cliente como parte integrante de la actividad logística que desarrolla en virtud del primero, de forma que al inversor institucional no le resta más de un par de sencillos pasos para emitir su voto siempre y cuando esté de acuerdo con la recomendación emitida por el asesor de voto.

Como complemento a los servicios antes mencionadas, los asesores pueden incluso ejercer sus derechos de voto en nombre de sus clientes accionistas en juntas generales que lo requieran.

⁴⁴ Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. "Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades, Monografía núm. 42*. Página 49.

Esto puede implicar la inversión en asesores con derecho a voto con el fin de ejercer los derechos de voto correspondientes a las acciones en poder del cliente en el sentido que el asesor considere oportuno, lo que suele ser coherente con la dirección de voto recomendada por el asesor.

De esta forma, al amparo de este servicio, el asesor de voto puede acumular un gran número de votos como representante de los accionistas en la junta general de accionistas, y la dirección de ejercicio del voto del accionista la determina el propio asesor.

En todo caso, esto requiere el otorgamiento del correspondiente poder notarial en base a los requisitos normativos vigentes en cada ordenamiento jurídico, y en la práctica, esto se complica cuando el cliente del agente es propietario indirecto de acciones.

6.2 Mejora de gobierno corporativo.

El gobierno corporativo es el conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa. En concreto, establece las relaciones entre la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas y el resto de las partes interesadas, y estipula las reglas por las que se rige el proceso de toma de decisiones sobre la compañía para la generación de valor⁴⁵.

Consecuencia de la crisis financiera, la comunidad internacional ha comprendido la importancia que tiene que las sociedades cotizadas sean gestionadas de manera adecuada y transparente. El buen gobierno de las empresas es la base para el funcionamiento de los mercados, ya que favorece la credibilidad, la estabilidad y contribuye a impulsar el crecimiento y la generación de riqueza.

El terreno práctico ha demostrado que la mayoría de los asesores de voto no solo realizan la labor de asesoramiento al inversor sino que también prestan servicios de asesoramiento a bancos custodios, intermediarios financieros y sociedades cotizadas en materia de gobierno corporativo siempre dependiendo de lo que cada asesor de voto entienda por buenas prácticas de gobierno corporativo y cómo desarrollarlo y mejorar los estándares de organización y gestión, ya que el cumplimiento de buenas prácticas, hoy en día, es tenido en cuenta por accionistas e inversores.

⁴⁵ Deloitte, 2020. Deloitte. [En línea] Disponible en: [¿Qué es el Gobierno Corporativo? | Deloitte España | Gobierno Corporativo](#)

Estos índices son de gran utilidad para los inversores institucionales ya que les permite evaluar el grado de gobernabilidad de las compañías en las que invierten, pero el hecho de que cada inversor de voto pueda tener unos criterios propios de buen gobierno provoca que no haya unanimidad en cuanto a los mismos, por lo que cada asesor de voto tendrá un índice donde las sociedades serán valoradas y posicionadas en atención al grado de cumplimiento de estos estándares independientes.

Con el objetivo de obtener la mejor posición posible, las empresas cotizadas contratan, la mayoría de las ocasiones a través de plataformas online, los servicios del asesor de voto para el diseño, gestión y posterior valoración de los programas de gobierno corporativo, con el fin identificar sus necesidades en este campo y de ayudarles a crear y aumentar el valor para los accionistas, reduciendo las ineficiencias en la gestión del riesgo empresarial. De esta manera, las políticas que el asesor de voto diseña y aplica en sus recomendados serán en las que se basará para elaborar el ranking de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, ranking al que tendrán acceso también a través de las plataformas online.

En sus informes los asesores de voto suelen valorar cuatro criterios para saber si la sociedad cumple los estándares de buen gobierno corporativo. Estos son: 1. La estructura del consejo de administración. 2. La remuneración de los administradores. 3. Los derechos de los accionistas y 4. La auditoría ⁴⁶.

Las empresas cotizadas podrán comprender las prácticas de gobierno corporativo de referencia e identificar áreas que necesitan mejora y evaluación. Estas áreas pueden provenir de cambios en las prácticas de gobierno corporativo y cambios estructurales y posibles impactos en las valoraciones de las empresas en el marco de este servicio; además, se les puede brindar información relevante sobre el análisis de políticas de votación, tendencias del inversión institucional, directrices sobre gobierno corporativo que se llevarán a cabo en la próxima temporada de conferencias o, por lo general, investigación de gobierno corporativo.

⁴⁶ Boquera, J., 2017. "Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82". *Revista de Derecho Mercantil*, Núm. 306.

El resultado de este trabajo es la elaboración de propuestas de acuerdo que serán presentadas en la próxima reunión de la junta general.

Sin embargo, esta actividad, al no tratarse de la principal que realizan, no está contenida en la Directiva 2017/828, porque se trata de un servicio de asesoramiento a sociedades y no a inversores. La principal consecuencia es que el deber de transparencia previsto en el artículo 3 undecies no rige en este caso, por lo que depende de los estados de la Unión Europea el regular este ámbito y exigir la transparencia si lo consideran conveniente.

La simultaneidad de servicios a inversores y sociedades cotizadas es uno de los principales conflictos de intereses de los asesores de voto.

6.3 Parámetro referencial de gestión.

Los informes de los asesores de voto en un principio son reglas de actuación en una determinada situación, pero, con el tiempo se convierten en un parámetro de referencia de gestión. La sociedad analizada cuando se entera de que los asesores de voto han sido requeridos por alguno de sus inversores para que emitan recomendaciones sobre las propuestas presentadas en la Junta accionistas, quieren acceder a esta información para comprobar si las recomendaciones son favorables a las propuestas o no.

Si no fueran coincidentes con la sociedad intentarán convencer a los asesores de voto para que los modifiquen antes de la entrega los accionistas afirmando que estos no disponían de toda la información necesaria para asesorar correctamente y sin sesgo. Sin embargo, los propios asesores de voto afirman que su actuación está únicamente vinculada a los servicios de asesoramiento prestados al cliente que los ha contratado y que no ejerce ningún tipo de influencia sobre la organización de la sociedad objeto del examen.

7. PROBLEMÁTICA DERIVADA DE LA ACTUACIÓN.

La operativa de los asesores de voto ha creado preocupación entre emisores y reguladores en lo relativo a la independencia y calidad de sus recomendaciones.

Los principales problemas que se plantean son los conflictos de interés, la calidad de las recomendaciones, la concentración en el mercado, la ausencia de riesgo y responsabilidad y la influencia real de los asesores de voto. A continuación se analizarán pormenorizadamente los mismos.

7.1 Conflictos de interés.

Se trata de uno de los principales objetos de debate. Tiene lugar un conflicto de interés si existe un riesgo de que el asesor de voto, para beneficiar la realización de un objetivo propio o de un tercero, actúa en contra de los intereses de su cliente, de modo que emite recomendaciones que no muestran exacta y fielmente la situación de la entidad emisora o que, si la mostraran, realizan un análisis imparcial para guiar el voto del cliente., con la consiguiente contaminación de las recomendaciones⁴⁷.

La imparcialidad del criterio de los asesores de voto al emitir sus recomendaciones puede verse cuestionada en una amplia variedad de escenarios:

- i. Prestación de servicios distintos o complementarios de la emisión de recomendaciones de voto⁴⁸. Algunos asesores de voto, además de ofrecer asesoramiento de voto a los accionistas, asesoran a las compañías cotizadas sobre Gobierno Corporativo, de manera que, asesoran a la sociedad sobre el contenido de las propuestas de acuerdos que se discutirán en la Junta General De Accionistas, a la vez que recomienda el voto al accionista indicando cómo votar en esa Junta General. También puede asesorar a la sociedad sobre cuál ha de ser su estructura de gobierno corporativo para

⁴⁷ Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. "Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades, Monografía núm. 42*. Página 116

⁴⁸ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48*, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

que este más alineada con las políticas definidas por el propio asesor de voto, lo que provocará que tengan una recomendación de voto favorable por parte de los inversores que siguen las directrices del asesor de voto.

- ii. Pertenencia del asesor de voto a grupos empresariales que mantienen vínculos con empresas sobre las que se emitirán las recomendaciones y cuyas actividades empresariales puedan condicionar los servicios prestados por su asesor de voto (Hernandez Peñasco, Ramon, 2016)⁴⁹. Aquí, se puede encontrar:
 - a. Participación del asesor de voto, o de alguna entidad vinculada a éste en el accionariado de sociedades que analizan y sobre las que luego emiten recomendaciones de voto⁵⁰.
 - b. Participación por parte de directivos / empleados del asesor de voto, en el accionariado de sociedades que analizan y sobre las que luego emiten recomendaciones de voto⁵¹

Conocido este riesgo de sesgo en las recomendaciones, muchas compañías que buscan no solo obtener mayorías en las Juntas de Accionistas para la adopción de acuerdos sino también salvaguardar la imagen de la compañía en el mercado, recurren a los asesores de voto como aliados, ya sea contratándolos para que les guíen en cuanto a gobierno corporativo se refiere o por vía extracontractual a través de diálogos.⁵² Tiene lugar la aparición de dos posibilidades: bien la recomendación al órgano de administración de cierta medida y el asesoramiento a un inversor de votar en contra ya que le perjudica, que sería considerado una suerte de traición hacia la sociedad que lo contrató; bien recomendar al inversor emitir un voto de conformidad en lo asesorado a la sociedad a pesar de que le perjudica en particular, lo que es contrario a la buena fe en el cumplimiento de las obligaciones contractuales.

⁴⁹ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

⁵⁰ PWC (2013) : *Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?* Disponible en [proxy-advisors.pdf \(pwc.es\)](#)

⁵¹ PWC (2013) : *Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?* Disponible en [proxy-advisors.pdf \(pwc.es\)](#)

⁵² Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. "Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Monografía núm. 42. Página 117

Para evitar el conflicto de interés, las empresas que prestan servicios distintos o complementarios de la emisión de recomendaciones de voto o cuya transparencia puede ser sometida a examen, indican contar con “cortafuegos” rigurosos para gestionar los potenciales conflictos de interés derivados de la prestación de ambos servicios. Así, publican información detallada en su página web de la existencia del potencial conflicto y de los mecanismos diseñados para evitar el conflicto y el tráfico de información entre las áreas operativas de sus compañías⁵³.

A tal efecto, 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*”⁵⁴

Con esta regulación se pretende que el asesor de voto realice su labor en interés del cliente, por lo que deberá comunicar la situación de conflicto de interés, siendo deber del inversor institucional –o accionista– el tomar la decisión de continuar con los servicios del asesor de voto o prescindir de los mismos, respondiendo así por sus acciones con responsabilidad.

⁵³ Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2021. Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles. [En línea]. Disponible en [Prueba Informe def \(cnmv.es\)](http://www.cnmv.es/PruebaInformeDef)

⁵⁴ Directiva (UE) 2017/828 Del Parlamento Europeo Y Del Consejo de 17 de mayo de 2017 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. Disponible en [Directiva \(UE\) 2017/ del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, 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 \(boe.es\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32017L0828)

7.2 Calidad de las recomendaciones.

Es muy común, sobre todo en los clientes con menor presupuesto, la emisión de recomendaciones de voto estandarizadas, la denominada “*one size fits all*”, que se ciñen a una serie de variables de control predeterminadas y que son adaptables a la mayoría de las sociedades cotizadas sin tomar en consideración factores fundamentales en la calificación de la sociedad tales como el sector de actividad, estructura de capital, ni tampoco los intereses del inversor, lo que deteriora la calidad de las recomendaciones de voto, siendo su análisis impreciso.

Esta tendencia se justifica debido a la alta concentración del mercado y la consecuente carga de trabajo en el periodo de celebración de las juntas de accionistas, en las que los asesores de voto han de emitir sus recomendaciones en plazos ajustados. Con motivo de esta cantidad de trabajo, es habitual el refuerzo de las plantillas a través de la contratación temporal para atender a los clientes y dar cobertura a las reuniones de junta general de los emisores cuyos valores integran las carteras gestionadas; o la externalización del análisis hacia países con menores costes laborales, por lo que se pone en duda la cualificación profesional de estos temporeros⁵⁵.

Lo deseable sería, en vez de formular recomendaciones estandarizadas de voto, que las mismas fueran emitidas tras un análisis pormenorizado pero dado que esto no es así, se podría plantear que se prohibiera la emisión de recomendaciones estandarizadas y la imposición de pormenorización de los análisis. Sin embargo, esta opción no ha sido planteada de manera reglamentaria y las grandes empresas de asesoramiento rechazan por infundadas estas acusaciones. Tal es el ejemplo de ISS y Glass Lewis & Co, que difunden gratuitamente a través de sus páginas web las directrices de voto empleadas en sus recomendaciones, actualizadas anualmente y elaboradas para cada territorio operativo.

En relación a la baja calidad de las recomendaciones, se alude también a la existencia de errores o falta de información en las normas. Los asesores de voto tienen a su disposición – y a disposición del público en general – información suficiente de la sociedad emisora que puede evitar errores aunque, también sería necesario el conocimiento del ordenamiento jurídico de allí donde se opera y sus correspondientes prácticas de buen

⁵⁵ Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. “Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas”. *Revista de Derecho de Sociedades, Monografía núm. 42..* Página 120

gobierno, por lo que es necesaria la contratación de verdaderos especialistas que conozcan profundamente la realidad jurídica y económica en la que se desenvuelven las empresas.

7.3 Ausencia de transparencia.

La falta de transparencia así como los métodos utilizados para la elaboración de las recomendaciones es ampliamente criticado ya que una de las prioridades para la regulación de los asesores de voto es ahondar en la transparencia de los informes para llegar a corregir la información errónea que contengan, y aclaren cuál es su código de conducta o la ausencia de tal, como se puede deducir de la Directiva 2017/828, en la que se propone en su artículo 3 undecies⁵⁶:

- i. Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto hagan referencia pública al código de conducta que apliquen e informen sobre su aplicación. Cuando los asesores de voto no apliquen ningún código de conducta, explicarán el motivo de manera clara y razonada. Cuando los asesores de voto apliquen un código de conducta pero se aparten de alguna de sus recomendaciones, harán constar qué partes no están siguiendo, darán explicaciones sobre los motivos e indicarán, en su caso, las medidas alternativas adoptadas. Esos códigos de conducta deberán contener pautas de actuación para los asesores de voto, indicando conductas no adecuadas para el desarrollo de sus funciones y condiciones para realizar las funciones encomendadas. La información sobre el código de conducta y su cumplimiento o no, se hará pública de forma gratuita en los sitios web de los asesores de voto y será actualizada anualmente (art. 3 indies.1, *in fine*). El considerando 26 de la Directiva justifica la permanencia y disponibilidad de la información en que los inversores institucionales puedan elegir los servicios de los asesores de voto teniendo en cuenta su rendimiento en el pasado.⁵⁷

⁵⁶ Directiva (UE) 2017/828 Del Parlamento Europeo Y Del Consejo de 17 de mayo de 2017 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. Disponible en [Directiva \(UE\) 2017/ del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, 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 \(boe.es\)](#)

⁵⁷ Boquera, J., 2017. “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82”. *Revista de Derecho Mercantil*, Núm. 306

- ii. Los Estados miembros deberán reclamar la publicación anual en sus sitios web de ciertos datos necesarios sobre la preparación de la investigación hecha por el asesor de voto para realizar sus recomendaciones. El apartado 2 del artículo 3 *undecies* establece una información mínima que deben proporcionar los asesores de voto a sus clientes para que estos puedan conocer la exactitud y fiabilidad de su actividad. Entre estos, las características de los modelos y métodos usados para asegurar la calidad, las fuentes de información, manifestar 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 interés. De esta manera, la Directiva 2017/828 pretende que los Estados miembros garanticen que los asesores de voto adopten y apliquen las medidas adecuadas para que sus recomendaciones de voto sean exactas y fiables, y se basen en un análisis completo de toda la información de la que dispongan y que se elaboren en beneficio único de sus clientes)⁵⁸.
- iii. Los asesores de voto deberán mantener diálogos con las sociedades objeto de sus indagaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con los interesados de la sociedad. La necesidad o la exigencia de diálogo entre sociedad emisora y entidad asesora de voto es una cuestión discutida y se relaciona con el asesoramiento personalizado. La transparencia de la información y el fomento de la comunicación de la sociedad no sólo con los accionistas, sino con el mercado en general hace que las sociedades cotizadas elaboren sus políticas de comunicación donde se mencionan los principios que rigen en esta materia, los canales de información y comunicación utilizados y el control de su aplicación.⁵⁹

Se debería regularizar la divulgación de información sobre políticas de voto de los asesores de voto, ya que así podría conocerse qué criterios utilizan para emitir las recomendaciones en un sentido u otro, eliminando una parte del ocultismo que rodea al modus operandi de estas empresas.

⁵⁸ Boquera, J., 2017. “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82”. *Revista de Derecho Mercantil*, Núm. 306

⁵⁹ Boquera, J., 2017. “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82”. *Revista de Derecho Mercantil*, Núm. 306

7.4 Concentración en el mercado.

Consecuencia del duopolio del mercado de los asesores de voto ejercido por ISS y Glass Lewis que acaparan gran parte del mercado, no solo en Estados Unidos, sino también en Europa a través de sus respectivas filiales como puede ser IVOX en Alemania, (adquirida por Glass Lewis en 2015).

A través de una alianza denominada Expert Corporate Governance Service “ECGS”, se pretende competir con las dos empresas más grandes mencionadas anteriormente, encargándose las entidades integradas de coordinar el análisis y la elaboración de recomendaciones en distintos países, aplicando una política de voto uniforme⁶⁰.

Un aspecto que favorece esta concentración de mercado y permanencia del duopolio es la existencia de barreras de entrada, es decir, unos obstáculos de diversa índole que dificultan o impiden el ingreso de empresas, de acuerdo con Perdices Huetos, se pueden encontrar, los altos costes de inicio de la actividad, ya que la diversificación de las carteras de los inversores institucionales obliga al asesor de voto a cubrir gran cantidad de países; la necesaria acumulación de reputación que se precisa para que las recomendaciones sean creíbles; las economías de escala existentes, dado que normalmente realizan las mismas recomendaciones para todos sus clientes en relación con cada sociedad analizada; el efecto atracción, es decir, el adherirse a los consejos de quien es seguido por la mayor parte de los inversores; y los gastos que suponen para el inversor cambiar de asesor de voto una vez iniciada una relación con el mismo⁶¹.

Ante esta situación, se reclama la apertura del mercado a nuevos competidores para que desaparezca el duopolio existente.

⁶⁰ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”. *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

⁶¹ Perdices Huetos, Antonio B. , 2011. *Los asesores de voto Evidencias y Mitos desde la Polémica de los Proxy Advisor*. Madrid: Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo. Páginas 42 y 43

7.5 Ausencia de riesgo y responsabilidad.

La ausencia de regulación de la figura de los asesores de voto, a diferencia de otras instituciones tales como las agencias de rating –reguladas a nivel comunitario en el Reglamento 462/2013, que modifica un Reglamento de 2009 sobre las agencias de calificación– provoca que, ya sea una recomendación acorde o no a los intereses de sus clientes, no han de asumir ningún tipo de responsabilidad ante un asesoramiento inadecuado, siendo el único afectado el inversor a pesar de que sea el asesor el responsable de la mala decisión tomada.

Como sujeto encargado de formular recomendaciones sobre los puntos del orden del día de la Junta de la sociedad examinada, el asesor de voto no tendrá ninguna responsabilidad, excepto las responsabilidades previstas contractualmente asumidas en el momento de celebrar el contrato. Por lo tanto, siempre y cuando el asesor de voto realice su trabajo respetando la regulación prevista en su código de conducta, su responsabilidad no podría llegar hasta las consecuencias que su supuesta errónea recomendación puede causar al inversor institucional⁶².

El contrato en sí dificulta al inversor institucional el poder reclamar al asesor de voto el presunto perjuicio causado. Esto se debe precisamente a que resulta difícil explicar claramente qué se entiende por perjuicio a efectos corporativos, cómo se cuantifica y de qué forma se puede acreditar que el supuesto daño es imputable al asesor de voto.

En el caso español, según los principios probatorios vigentes en nuestro ordenamiento, sobre el inversor institucional recae la carga de la prueba, es decir, es el inversor institucional quien ha de probar la existencia del daño sufrido y el incumplimiento en el que ha incurrido del asesor de voto para que responda frente al demandante de acuerdo al artículo 217.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil⁶³.

Más improbable es que la sociedad examinada exija responsabilidad al asesor de voto que la ha evaluado, por los resultados negativos provocados por las recomendaciones formuladas a los inversores institucionales que formen parte de su accionariado. Esto es

⁶² *Emparanza Sobejano, Alberto* , 2019. *Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto. En: Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I. Pamplona: Aranzadi. Página 1448*

⁶³ *Ley de Enjuiciamiento Civil. Disponible en [BOE.es - BOE-A-2000-323 Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.](https://www.boe.es/boe-A-2000-323)*

debido a la falta de vínculo contractual entre ambos, por lo que la supuesta reclamación tendría que realizarse por vía extracontractual, vía especialmente problemática por las dificultades para acreditar el daño y la existencia de nexo de causalidad. Por tanto es más probable que la sociedad afectada por las recomendaciones formuladas por el asesor de voto, no pueda ejercer contra este último una acción de responsabilidad por los posibles perjuicios causados⁶⁴.

De manera que, las recomendaciones de voto difundidas por los asesores de voto pueden ser asumidas por los mayores inversores institucionales en las juntas generales, lo que les otorga un poder no correspondido con el riesgo al que se ven sometidos, puesto que no son poseedores de las acciones y también es muy difícil la demostración de causalidad de la responsabilidad al tratarse de opiniones y estar amparadas en el derecho a la libertad de expresión, ya que es el inversor quien decide si seguir las recomendaciones o no.

Si un inversor institucional, avalándose en el informe elaborado por un asesor de voto, toma una decisión, las consecuencias económicas o corporativas que lleve aparejada dentro de la sociedad solo propiciará una reclamación si se demuestra que el informe ha sido el causante del perjuicio patrimonial o corporativo. La existencia de esta relación causal no es uniforme porque la recomendación del asesor de voto no es la que perjudica directamente al asesor institucional, sino que se considera que es la gestión de la sociedad y de sus administradores lo que ha propiciado que la decisión adoptada haya sido nociva para la misma.

Las recomendaciones de los asesores de voto son un dato más que contribuye a desarrollar la política corporativa del inversor dentro de la sociedad de la que es socio; pero no son el único aspecto que dicho inversor ha de tener en cuenta para ejercer sus decisiones en la Junta, porque si así fuera, se estaría desvirtuando la capacidad autónoma del inversor institucional para tomar sus propias decisiones.

La única responsabilidad jurídica imputable al asesor de voto es aquella derivada del incumplimiento de alguna de las obligaciones contractuales, es decir si ha actuado de manera negligente en el ejercicio de su actividad, no habiendo utilizado una metodología adecuada en la elaboración de su informe, no habiendo contrastado debidamente los datos empleados para la elaboración de su análisis u omitiendo la existencia de un conflicto de

⁶⁴ Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. "Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades, Monografía núm. 42*.Página 127

interés. Siguiendo lo establecido en el artículo 1107 del Código Civil, se ha de causar un daño objetivamente imputable a la falta de cumplimiento de alguna obligación⁶⁵. Este incumplimiento puede conllevar indemnizaciones en relación a los daños derivados por la deficiente prestación del servicio de asesoramiento.

Con el objetivo de minimizar la responsabilidad, existe la posibilidad de que por vía contractual los asesores de voto incluyan cláusulas que limiten su responsabilidad ante los inversores institucionales por el incumplimiento de alguna de sus obligaciones en el desempeño de su labor profesional, siempre que este incumplimiento haya sido consecuencia de culpa leve o negligencia. La limitación de responsabilidad se produce estableciendo el importe máximo que abonarán en el caso de que sean objeto de una reclamación.

Sobre esta cuestión también se han pronunciado diferentes autores como Jesús Quijano, catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Valladolid, Miembro del Consejo Académico de FIDE, quien analizó la posibilidad de exigir responsabilidad a los proxy advisors consecuencia de un mal desempeño de su actividad siempre y cuando de ello se derive un daño concreto consecuencia del voto erróneo o mal emitido sobre la base de las recomendaciones de un asesor de voto. En ausencia de previsiones legales destaca que para exigir responsabilidad a los asesores de voto debería partirse de la concurrencia de dos factores, una deficiente calidad de la información proporcionada por el asesor de voto que justificase el mal ejercicio de una *lex artis*, siendo esta aquella que explique cuáles son los procesos concretos que deben seguir estos profesionales para operar de forma correcta en el mercado del asesor de voto, que está por construir, y desarrollar un difícil proceso probatorio que acredite la citada relación de causalidad⁶⁶.

⁶⁵ *Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. Disponible en [BOE.es - BOE-A-1889-4763](http://BOE.es-BOE-A-1889-4763) Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.*

⁶⁶ *Quijano González, Jesús, “Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones” ponencia para Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa. Disponible en [Los Proxy Advisors \(asesores de voto\): su influencia: problemas y soluciones \(wmaker.net\)](http://Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones (wmaker.net)) [Último acceso: 1 Mayo 2021].*

7.6 Influencia real de los asesores de voto.

Determinar el grado de influencia real de los asesores de voto es complicado ya que esta influencia está condicionada por varios factores.

Los inversores pueden optar por una política de contratación de asesores de voto u otra, por ejemplo se puede apreciar el caso del inversor institucional que decide contratar a un asesor de voto para comparar la recomendación con el resultado del análisis del propio inversor, o el caso de los inversores que facilitan al asesor de voto sus propias políticas de voto, para que el asesor de voto las tenga en cuenta a la hora de emitir sus recomendaciones; o incluso puede darse que algunos inversores contratan a más de un asesor de voto, para comparar recomendaciones y decidir con mayor criterio.

Esto hace que las recomendaciones de voto emitidas, dependiendo de la política de contratación sean tomadas como una mera referencia o seguidas incondicionalmente, lo que dificulta determinar cuál es el nivel de influencia de los asesores de voto ya que la coincidencia entre el voto y la recomendación no quiere decir que uno sea consecuencia del otro.

Asimismo, la influencia de las recomendaciones varía de un país a otro, dependiendo de la concentración del capital de las sociedades cotizadas y del porcentaje de dicho capital en manos de inversores institucionales, por lo que en empresas con alta volatilidad la influencia es mayor, al igual que en los casos de las empresas que tienen mayores restricciones sobre el capital social o los derechos de los accionistas debido a la implementación de regulaciones especiales⁶⁷

Los emisores con alto capital flotante creen que la influencia de los asesores de voto es muy grande, lo que ha llevado a las sociedades cotizadas a intentar obtener la aprobación de la propuesta presentada en la junta.

Las grandes empresas de los asesores de voto niegan ejercer un grado de influencia relevante en las decisiones de voto de los inversores, alegando que se limitan a emitir recomendaciones, cuyo seguimiento o rechazo corresponde a sus clientes.

⁶⁷ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

8. INCIDENCIA PRÁCTICA DE LOS ASESORES DE VOTO EN ESPAÑA

Los principales asesores de voto que operan en nuestro país operan bajo la condición de asesores de inversores extranjeros con participaciones en empresas españolas, ya que los inversores institucionales nacionales no recurren a los servicios de los asesores de voto. Esto es debido a que 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 anual⁶⁸.

Es difícil de establecer la influencia real de los asesores de voto en España, pero está claro que esta influencia es menor que en otros países de nuestro entorno. En todo caso es posible afirmar que esta influencia está aumentando por el incremento de la inversión extranjera en nuestro país y hay una correlación entre las recomendaciones de voto de los asesores de voto y los resultados de las votaciones de las juntas generales.

Las materias que son más atendidas por los asesores de voto y que concentran los mayores porcentajes de recomendaciones negativas son⁶⁹:

(i) Consejo de administración:

- Nombramientos y reelecciones de consejeros
- Acumulación de las funciones de Presidente del Consejo y de máximo ejecutivo de la sociedad.
- Diversidad de género en el consejo.
- Porcentaje de consejeros independientes.
- Política de selección de consejeros independientes.

⁶⁸ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

⁶⁹ Hernández Peñasco, Ramon, 2016. "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, pp. 213-241. Disponible en [Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf \(corporance.es\)](#)

- Nombramiento de consejeros dominicales.
- Composición de las Comisiones del Consejo de Administración.
- Retribuciones del consejo:
- Objetividad de los criterios para la evaluación del desempeño.
- Límites de la retribución variable.
- Criterios aplicables a los incentivos a largo plazo.
- Límites de las indemnizaciones por cese.
- Asignación de retribución variable a los consejeros independientes.
- Ausencia de cláusulas contractuales de reembolso de indemnizaciones y de retribución variable en casos de fraude y similares.

(ii) 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.).

(iii) 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 contrarrestar la influencia de los asesores de voto, hace unos años las empresas españolas decidieron fortalecer el diálogo con los inversores institucionales, establecer contactos y realizar entrevistas. Estas conexiones se mantienen durante la temporada de juntas generales, aunque en la actualidad, y con el desarrollo de las tendencias

internacionales, estas conexiones se han extendido a otras épocas del año. Su propósito es establecer un diálogo permanente entre el emisor y sus accionistas, aumentando así la participación de los inversores en la gestión de la empresa, de manera que la estrategia de la empresa sea coherente con los intereses de los accionistas. Además, estos métodos permiten a la compañía anticipar las actitudes de los inversores hacia asuntos que serán decididos por la junta general de accionistas en su momento.

Las reuniones entre sociedades cotizadas y los asesores de voto también se han vuelto más frecuentes, lo que los ha llevado a conocer mejor las empresas españolas y su entorno económico y regulatorio, por lo que la actitud de los asesores ha cambiado significativamente.

Hasta el momento se han obtenido resultados más positivos gracias a la mayor participación de inversores institucionales y al esfuerzo de las empresas españolas y asesores de voto por entenderse, aumentando año a año el porcentaje de votos positivos de los asesores de voto.

9. CONCLUSIONES

Del presente trabajo Fin De Grado se pueden extraer las siguientes conclusiones que resultan fundamentales para entender el objetivo del presente trabajo y la justificación de su elaboración :

- I. El origen de los asesores de voto se encuentra en Estados Unidos, concretamente en la Investment Advisers Act de 1940, en la que son concebidos como una figura similar a los asesores de inversiones. No fue hasta 1974 en la Employee Retirement Income Security Act que se dilucidó la presencia explícita de los asesores de voto en un cuerpo legislativo. Debido a la globalización y el movimiento internacional de capitales, su presencia ha atravesado fronteras y ha llegado hasta Europa, donde la ausencia de una figura tal provocaba un vacío legal cubierto recientemente por la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, 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 cuya transposición en España ha tenido lugar en la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas en la que se trata la regulación de los asesores de voto en el Capítulo X.
- II. En España, su regulación podría realizarse a través de la modificación de diversas leyes, ya sea en sede de normativa societaria, de la inversión colectiva o del mercado de valores. Sin embargo, lo más apropiado era que la reforma legal se abordara en el Texto Refundido de Ley del Mercado de Valores, ya que las obligaciones que se les imponen son de transparencia y no innovan el contrato de sociedad, y la información básica de la que se sirven para elaborar sus recomendaciones es la información periódica regulada asimismo en dicha Ley.

- III. En virtud de la Directiva 2017/828 se define en la reciente Ley 5/2021 la figura de los asesores de voto como una persona jurídica que analiza de manera profesional y comercial la información proporcionada por las sociedades cotizadas para que los inversores tengan información suficiente para tomar decisiones en relación al ejercicio de su derecho al voto a la vez que les proporciona recomendaciones de voto.
- IV. Los servicios de los asesores de voto son variados y van más allá de la simple recomendación de voto, lo que produce multitud de confusión y problemas de regulación, ya que la normativa actual se limita a la labor de asesoramiento quedando fuera de regulación otros servicios auxiliares como la creación de plataformas electrónicas que faciliten el ejercicio del derecho a voto, la custodia de valores, la emisión de recomendaciones de prácticas de buen gobierno corporativo y el establecimiento de un parámetro referencial de gestión en determinadas situaciones.
- V. Cada vez más inversores contratan los servicios de asesores de voto para decidir cómo ejercer sus derechos de voto relacionados con sus inversiones. La razón de su creciente importancia es que los inversores institucionales están obligados a ejercer diligentemente los derechos económicos y políticos relacionados con sus inversiones. En España, el informe Olivencia de 1998 ha recomendado que los inversores institucionales ejerzan activamente sus derechos políticos en las sociedades cotizadas en las que posean acciones, e informen a sus partícipes y últimos inversores de que siguen las normas generales para el ejercicio de dichos derechos en su caso.
- VI. Los asesores de voto son necesarios ya que en muchas ocasiones el poder que agrupan algunos inversores institucionales es inabarcable, ya que el gran número de inversiones que manejan provoca que no sean capaces de ejercer de manera diligente sin ayuda externa. Su existencia es positiva y contribuye a un mejor funcionamiento del mercado ya que, sin ellos, los inversores institucionales obligados a votar en junta lo harían sin analizar cada propuesta y simplemente por el hecho de cumplir sus obligaciones ante sus clientes.

- VII. Debido a su importancia creciente, se ha de prestar especial atención a su desarrollo legislativo y a sus posibilidades de actuación, cada vez mayores y con mayor influencia debido a la globalización de los mercados financieros. Su trabajo es simplemente necesario para que los inversores institucionales conozcan las sociedades en las que tienen derecho a voto. Así, con el objetivo de garantizar la transparencia de la emisión de informes y recomendaciones fiables y de calidad es necesaria una comunicación fluida y completa tanto por parte de la sociedad objeto de valoración, facilitando sus códigos de buen gobierno, como por parte del asesor de voto en relación a su política de actuación.
- VIII. Es necesario resolver y establecer mecanismos para los problemas que surgen derivados de la actuación de los asesores de voto como pueden ser los conflictos de interés existentes o potenciales, la calidad pobre e insuficiente de sus recomendaciones, la ausencia de transparencia, la alta concentración en el mercado con sus correspondientes barreras de entrada, la ausencia de riesgo y responsabilidad de las recomendaciones que emiten, siendo el cliente el único afectado y la dificultad en la determinación de la influencia real de los asesores de voto y sus recomendaciones.
- IX. Como propuesta, en el presente trabajo se apuesta por una regulación transnacional de la figura de los asesores de voto apoyándonos en la existencia del Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones y el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones, de manera que grandes compañías como ISS, Glass Lewis y Proxinvest accedan a una primera autorregulación sectorial, más fácil de conseguir, estableciendo sus buenas prácticas y sanciones a nivel sectorial para que posteriormente se establezcan sanciones de manera oficial en un Código Europeo de soft law o sujeto al principio de cumplir o explicar, finalizando con la armonización legislativa de la regulación americana y europea permitiendo que estos dos mercados se acercaran y equipararan acercando posiciones y logrando solucionar los problemas derivados de su actuación de manera homogénea y global.

- X. Como crítica al sistema y sugerencia a futuros trabajos, se ha de profundizar y mejorar la calidad de las recomendaciones, adaptándolas al caso en cuestión, evitando los conflictos de interés para proporcionar recomendaciones de voto exactas, imparciales y con el propósito de mejorar el devenir económico de la sociedad cotizada y la sociedad en su conjunto.
- XI. En cuanto a la importancia y la incidencia practica de los asesores de voto en España esta es difícil de medir, pero a pesar de ser menor que en otros países paulatinamente está aumentando gracias a los esfuerzos de asesores de voto, empresas cotizadas e inversores institucionales por entenderse, siendo esto palpable en el caso de las juntas de accionistas celebradas recientemente de Acciona e Inditex, donde su influencia es más que notorio, llegando incluso a poner en tela de juicio la retribución de Isla en el caso de Inditex.

10. BIBLIOGRAFÍA

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. s.l.:s.n.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. s.l.:s.n.

Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. s.l.:s.n.

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. s.l.:s.n.

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, 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. s.l.:s.n.

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo p. s.l.:s.n.

Asociación de empresas de asesoramiento financiero, 2021. *ASEAFI*. [En línea]
Disponible en:
<https://www.aseafi.es/efi/#:~:text=Las%20Empresas%20de%20Asesoramiento%20Financiero,materias%20auxiliares%20como%20estructuraci%C3%B3n%20de>

Boquera, J., 2017. "Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/82". *Revista de Derecho Mercantil*, Núm 306.

Coffee, J. C., 2006. *Gatekeepers: The professions and corporate governance*. Nueva York: Oxford University Press.

Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2021. [En línea]
Disponible en:
https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf

Comision Nacional del Mercado de Valores, s.f. *Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relacion con los emisores españoles*. [En línea] Disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> [Último acceso: 10 Abril 2021].

Commission., S. a. E., 2021. [En línea] Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>

Commission, U. S. a. E., 2021. *U.S Securities and Exchange Commission*. [En línea] Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>

Deloitte, 2020. *Deloitte*. [En línea] Disponible en: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>

Diccionario Panhispánico, 2021. *Diccionario Panhispanico*. [En línea] Disponible en: <https://dpej.rae.es/lema/proxy-advisor> [Último acceso: 27 Abril 2021].

Diccionario Panhispánico, 2021. *Diccionario Panhispanico*. [En línea] Disponible en: <https://dpej.rae.es/lema/inversor-institucional> [Último acceso: 12 Abril 2021].

ElDerecho.com, 2021. *El Derecho*. [En línea] Disponible en: <https://elderecho.com/el-congreso-aprueba-el-proyecto-de-ley-que-modifica-la-ley-de-sociedades-de-capital-y-lo-remite-al-senado> [Último acceso: 25 Mayo 2021].

Emparanza Sobejano, Alberto , 2019. Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto. En: *Sociedades Cotizadas y Transparencia En Los Mercados. Tomo I*. Pamplona: Aranzadi, pp. 1423-1453.

European Securities and Markets Authority, 2021. [En línea]
Disponibile en: <https://www.esma.europa.eu/document/discussion-paper-overview-proxy-advisory-industry-considerations-possible-policy-options>

Gallego Córcoles, Ascensión, 2014. "Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm Monografía num 42, p. 18.

Gallego Córcoles, Ascensión., 2021. "Transparencia de los asesores de voto (proxy advisors) en la proyectada reforma de la normativa del mercado de valores (1)". *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Núm 25.

Hernandez Peñasco, Ramon, 2016. "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas". *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm 48, pp. 213-241.

Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil., 2000. *Boletín Oficial del Estado*. [En línea]

Disponibile en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2000-323>
[Último acceso: 1 Mayo 2021].

McRitchie, J., 2014. *Corporate Governance*. [En línea]
Disponibile en: <https://www.corpgov.net/2014/05/fiduciary-duty-announce-votes-part-2-historical-background/>
[Último acceso: 15 Abril 2021].

Perdices Huetos, Antonio B. , 2011. *Los asesores de voto Evidencias y Mitos desde la Polémica de los Proxy Advisor*. Madrid: Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo.

PWC, 2013. *Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*, s.l.: s.n.

Quijano Gonzalez, Jesus, s.f. *Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa*. [En línea]

Disponibile en: https://www.wmaker.net/fidefund/Los-Proxy-Advisors-asesores-de-voto-su-influencia-problemas-y-soluciones_a498.html
[Último acceso: 1 Mayo 2021].

U.S Securities and Exchange Commission, s.f. *Center Of Executive Compensation*. [En línea]
Disponble en: [https://execcomp.org/Núms/Núm/say-on-pay#:~:text=As%20included%20in%20the%20Dodd,other%20highly%20compensated%20executive%20officers\).](https://execcomp.org/Núms/Núm/say-on-pay#:~:text=As%20included%20in%20the%20Dodd,other%20highly%20compensated%20executive%20officers).)
[Último acceso: 20 Abril 2021].

U.S Securities and Exchange Commission, 2020. *U.S Securities and Exchange Commission*. [En línea]
Disponble en: <https://www.sec.gov/investment/laws-and-rules>
[Último acceso: 15 Abril 2021].

U.S. Department of Labor, s.f. *U.S. Department of Labor*. [En línea]
Disponble en: <https://www.dol.gov/general/topic/retirement/erisa>
[Último acceso: 15 Abril 2021].

U.S. Government Accountability Office, 2021. *GAO*. [En línea]
Disponble en: <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/5311/text>

Velandia, P. G., 2017. *Publicación de dos documentos relacionados con la industria de los asesores de voto (proxy advisors)*. [En línea]
Disponble en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6235289>
[Último acceso: 6 Mayo 2021].