



Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Doble Grado en Derecho y Administración y Dirección de Empresas

Los asesores de voto en las sociedades cotizadas

Presentado por:

Andrés Mena García

Tutelado por:

Jesús Quijano González

Valladolid, 24 de junio de 2019

RESUMEN

En este trabajo, procuramos acotar el concepto de “asesores de voto”, criticar los principales problemas asociados a esta figura y estudiar la regulación vigente. Los asesores de voto tienen un volumen de negocios inmenso, de modo que resulta necesario estudiar las diferentes vías para atribuir responsabilidad a las empresas del sector. En esta línea, también se analizará cómo cada grupo involucrado, como las entidades emisoras, sus inversores y los propios asesores de voto, interactúa entre sí.

Dada la falta de legislación en la materia, se necesitará bibliografía variada, que incluirá tanto noticias periodísticas como opiniones doctrinales. Se discutirán cuáles son los problemas que deberán ser resueltos en el futuro, señalando qué alternativas serían más adecuadas para solucionar disputas entre los grupos de interés implicados. Por último, se señalará el contenido de la legislación vigente y se propondrán diferentes vías para regular la institución en el futuro.

PALABRAS CLAVE: asesores de voto, sociedades cotizadas, inversores, gobierno corporativo, empresa emisora.

ABSTRACT

In this work, we try to delimit the concept of “proxy advisors”, criticize the main problems associated with this subject and study the current regulation. Proxy advisors display an immense turnover, so studying the different choices to attribute responsibility to this industry’s companies is necessary. Along these lines, we also analyze how each group involved, such as the issuing company, its investors, and the proxy advisors themselves, interact with each other.

Given the lack of legislation on this subject, a varied literature was needed, which includes both journalistic news and opinions from the most prominent authors on the field. We also discuss which problems should be solved in the future, pointing out which alternatives would turn out to be a more valid option to settle disputes between all the stakeholders. Lastly, we point out the main aspects of the applicable law, and propose different ways to regulate proxy advisory firms in the future.

KEYWORDS: proxy advisors, listed companies, investors, corporate governance, issuing company.

ÍNDICE

1.- INTRODUCCIÓN.....	5
1.1.- Metodología utilizada en el trabajo.....	5
1.2.- ¿Qué son los asesores de voto? Funciones y problemas asociados a la institución?.....	5
1.3.- Clientes de los asesores de voto. Los inversores institucionales	9
2.- SERVICIOS PRESTADOS POR LOS ASESORES DE VOTO.....	10
2.1.- Asesoramiento y colaboración en el ejercicio del derecho de voto	11
2.1.1.- Actividad logística e intelectual.....	11
2.1.2.- Recomendaciones estandarizadas.....	13
2.2.- Asesoramiento a sociedades cotizadas sobre el buen gobierno corporativo.....	14
2.2.1.- Los asesores de voto y el gobierno corporativo.....	14
2.2.2.- ¿Gestión interesada del asesor de voto en conflictos de intereses entre sociedades emisoras e inversoras?.....	17
3.- FACTORES DETERMINANTES DEL AUJE DE LOS ASESORES DE VOTO.....	18
3.1.- Responsabilidad de los inversores institucionales en materia de ejercicio del derecho del voto.....	18
3.1.1.- El papel activo de los inversores institucionales en la gestión de la entidad emisora.....	18
3.1.2.- Deber de información sobre la política y el sentido del ejercicio de voto.....	20
3.1.3.- La relativización de la imposición de deberes de ejercicio del derecho de voto como factor que favorece la intervención de los asesores de voto.....	21
3.2.- Otros factores.....	22
4.- CONTRASTE ENTRE TITULARIDAD Y RIESGO ECONÓMICO DE LAS ACCIONES. INFLUENCIA DE LOS ASESORES DE VOTO.....	24

5.- COMUNICACIÓN PERMANENTE ENTRE ASESORES DE VOTO Y SOCIEDADES EMISORAS DE ACCIONES.....	27
5.1.- Diálogo como instrumento dirigido a prestar correctamente el servicio de asesoramiento de voto.....	29
5.2.- Diálogo como elemento integrante de la estrategia de comunicación de información selectiva al mercado.....	32
6.- PROBLEMAS LIGADOS A LOS ASESORES DE VOTO EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL.....	34
6.1.- Conflictos de interés.....	36
6.2.- Baja calidad de las recomendaciones.....	37
6.3.- Ausencia de riesgo y de responsabilidad.....	39
7.- REGULACIÓN DE LA INSTITUCIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO.....	41
7.1.- Escasa normativa: Directiva sobre Implicación de Directivos y el <i>Proxy Advisory Reform Act</i>	41
7.1.1.- Directiva 2017/828, sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.....	43
7.1.2.- <i>House Bill 4015: Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017</i>	47
7.2.- Opciones de regulación legislativa: normativa estatal vs códigos de conducta.....	48
8.- CONCLUSIONES.....	53

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Metodología utilizada en el trabajo

En el presente trabajo se desarrollarán las principales incidencias relacionadas con los asesores de voto, partiendo de la acuciante falta de legislación en la materia. Esto derivará en que se discutirá qué cauce de regulación podría ser conveniente para la institución de cara a futuro, y que la bibliografía empleada, más que remitirse expresamente a normas, venga referida a posturas doctrinales y noticias periodísticas.

1.2. ¿Qué son los asesores de voto? Funciones y problemas asociados a la institución

El fenómeno de los asesores de voto, también conocidos como *proxy advisors*, ha ido ganando relevancia en la toma de decisiones de las sociedades cotizadas en los últimos años y, cada vez más, se ha consolidado como un factor diferencial en el gobierno corporativo de grandes empresas. Esta importancia creciente, unida a la falta de legislación que regula la materia, ha alimentado múltiples polémicas e incitado a una amplia nómina de juristas alrededor del mundo a pronunciarse sobre esta institución.

Y es que los asesores de voto se encuentran en una zona gris en lo que a sus funciones respecta. Por un lado, hay quienes los considera esenciales para permitir al accionariado de grandes empresas ejercitar sus derechos de participación en la sociedad, cuestión que desde hace mucho tiempo ha supuesto quebraderos de cabeza entre la doctrina. Con frecuencia, solo los accionistas de mayor relevancia asumen un papel activo en el futuro de la sociedad y en las políticas que ésta adopta. No solo el pequeño accionariado tenía un papel residual en este sentido, sino que otros fondos de inversión con participación importante en el capital social se limitaba a considerar su paquete de acciones como una mera inversión especulativa, desentendiéndose de las responsabilidades que debían asumir como accionistas.

Pues bien, las funciones de asesoramiento en el voto permiten que gran parte del accionariado que antes no influía en el devenir de la sociedad tenga herramientas para conocer cuál es el curso de acción más acertado, y así tomar un papel activo en la toma de decisiones de la empresa. Además, muchas veces los asesores de voto adquieren otras funciones de asesoramiento en el gobierno corporativo de las emisoras, que trataremos más adelante e indudablemente tienen un impacto positivo en la organización en su conjunto.

Por el otro lado, el poder que los asesores de voto han ido acumulando en las sociedades a las que prestan sus servicios ha sido objeto de duras críticas en los últimos años. Primero, porque la influencia final de sus recomendaciones es tal que puede cambiar completamente el sentido de las votaciones y, por tanto, moldear el futuro de la sociedad emisora. Algunos autores, como Bethel y Gillan¹, señalan que dicha influencia sobre el sentido del voto puede situarse en cambios respecto de la decisión original entre un 13,6 y un 20,6%. También ha sido objeto de debate la falta de transparencia en el proceso que lleva a los asesores de voto a emitir sus recomendaciones en un sentido u otro. A pesar de que algunas de las principales instituciones dedicadas a la labor de asesoramiento de voto revelan información al respecto, como es el caso de ISS (Institutional Shareholder Services, Inc.), aún se desconocen los pormenores del proceso lógico y del trabajo de campo que les permite emitir sus recomendaciones en un sentido determinado.

De hecho, en relación con esto, es de obligatoria mención el doble papel que los asesores de voto pueden adquirir en el desarrollo de sus funciones, teniendo como clientes tanto a los inversores a los que asesoran para votar en la Junta de Accionistas como a las sociedades emisoras a las que asesoran en materia de buen gobierno corporativo. Esta dualidad será examinada en profundidad en otros puntos del trabajo, pero a grandes rasgos implica la posibilidad de que los asesores de voto actúen de forma interesada en el ejercicio de sus funciones y den sus recomendaciones en atención a criterios de pura conveniencia, ignorando el buen hacer de la sociedad o los intereses de sus accionistas.

Sea como fuere, todas estas cuestiones serán tratadas con mayor profundidad en el trabajo.

Por último, existe un gran contraste entre las recomendaciones dirigidas a clientes de grandes dimensiones, a conglomerados o multinacionales, y las recomendaciones destinadas a informar en el voto a pequeños inversores. Como cabe esperar, cuando el cliente en cuestión es una gran empresa, los asesores de voto llevan a cabo tareas de investigación continua para ofrecer un servicio personalizado que tiene en cuenta todas las circunstancias concurrentes antes de emitir un informe. Por el contrario, cuando el cliente es un pequeño emisor, es habitual el uso de plataformas de voto que tienen recomendaciones predeterminadas del asesor de voto en función de una serie de variables. Este es otro factor que pone en tela de juicio las éticas profesionales del sector.

¹ Bethel, J. y Gillan, S. (2002): “The impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting”, *Financial Management* n° 31, p. 30

Gran parte de las polémicas arriba señaladas tienen que ver con el hecho de que la regulación de la institución de los asesores de voto es prácticamente inexistente, y si hay poca regulación, es porque es una figura reciente que ha tenido un auge de relevancia en los últimos años. Podemos situar el origen de los asesores de voto en terreno anglosajón en la segunda mitad del siglo pasado. Si bien Estados Unidos es el lugar donde más se han consolidado organizaciones de este tipo, no debemos ignorar que la vocación de su función es eminentemente transnacional, en especial cuando los servicios de asesoramiento se prestan a grandes conglomerados internacionales.

Este poder creciente se antoja más preocupante si tenemos en cuenta la alta concentración de la industria. La entidad más relevante a nivel mundial, ISS, presta su servicio a más de 1.700 clientes, e interviene en más de 40.000 juntas generales al año. En el mercado americano, tiene una cuota que la coloca como líder incontestable, en torno al 61%².

De hecho, su principal competidora, *Glass Lewis & Co* ocupa una posición muy relevante, alcanzando una cuota del 36% del mercado y participando activamente en 23.000 juntas generales en más de 100 países.

Habida cuenta de la relevancia práctica que sus recomendaciones tienen para decantar el sentido del voto de sus clientes, y cómo ello influye después en el devenir de las sociedades clientes de estas entidades asesoras, es alarmante que exista un duopolio que acapare la práctica totalidad del mercado. No solo la regulación sobre sus protocolos de actuación o su transparencia es parca, sino que además ocupan una posición competitiva que les permite dirigir el sector a su antojo.

Siendo cierto que la relevancia de los asesores de voto ha sido creciente en los últimos años y que la falta de regulación de la institución es relevante, no podemos olvidar que es complejo determinar con exactitud la influencia que tienen estos agentes del tráfico económico-jurídico en las decisiones de sus clientes. A grandes rasgos, suele indicarse que las grandes empresas son menos proclives a guiar su actuación ciegamente por las recomendaciones de sus asesores, pero ello no deja de ser una conjetura, independientemente de la base que tenga.

² Belinfanti, T. (2009): “The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry”, *Faculty Scholarship at DigitalCommons@NYLS*, pp. 395-397

Aun así, sí ha habido supuestos concretos donde la participación de estas entidades ha demostrado ser determinante, y cuya relevancia práctica no hace más que apoyar a los autores que insisten en la necesidad de regular a esta figura.

En este sentido, podemos destacar un caso que tuvo lugar apenas hace unos meses. Tras varios escándalos y acciones cuestionables del hasta ahora hombre en mando de la nómina de directivos de Tesla Motors, Elon Musk decidió renunciar a su cargo en la compañía, aceptando así el acuerdo de los CEOs de Tesla con la SEC (*Securities and Exchange Commission*).

En este acuerdo, y en muchas valoraciones relativas a este caso, ha tenido una capital importancia una de las entidades asesoras de voto de las que hemos hablado previamente, Glass Lewis & Co., que sigue cuestionando la situación presente de Tesla y emite duras críticas sobre la independencia de otros directivos de la empresa automovilística americana, como Antonio Gracias y Bad Buss³.

La relevancia de los asesores de voto, como dijimos antes, no solo se ciñe al mercado americano, si bien son empresas de este país las que acaparan la práctica total de la actividad del sector a nivel mundial. En los últimos años, han ido surgiendo otras empresas dedicadas a la misma actividad en otros países.

Por ejemplo, en Francia se fundó la primera entidad europea especializada en la emisión de recomendaciones de voto, en 1995⁴ (*Proxinvest*), y en Alemania también se fundó a posteriori otra empresa con el mismo objeto, *Internet Voting Execution* (IVOX). Habida cuenta del duopolio que hemos señalado en párrafos anteriores, es difícil imaginar que estas empresas “de nueva creación” puedan competir con las entidades americanas, pero en realidad lo más habitual es las grandes empresas recurran a estas otras entidades para recibir una segunda opinión.

³ Business Insider (2018): *Elon Musk got booted off Tesla's board – but some big questions still remain*. Disponible en: <https://www.businessinsider.es/tesla-elon-musk-questions-remain-for-board-2018-10?r=US&IR=T>. [Consulta: 15/04/2019]

⁴ Dubois, E. (2011): “Shareholder’s general meeting and the role of proxy advisors in Fance and Japan”, *Kyushu Journal of International Legal Studies, Issue 4*, p. 90.

La complejidad de esta materia, derivada de su vocación internacional, su creciente relevancia y escasa regulación, se ve agravada si consideramos que los asesores de voto, además de emitir recomendaciones a sus clientes sobre el sentido de voto en las Juntas de Accionistas, también intervienen en otros frentes de la empresa. Aparte de esta actividad, también tienen un papel activo en el gobierno corporativo de las sociedades emisoras de acciones, y ayudan en la elaboración de propuestas de acuerdo que después se presentarán en las Juntas, entre otras funciones.

En definitiva, los asesores de voto constituyen una pieza fundamental en el nuevo paradigma de las sociedades cotizadas, son una fuente de constantes polémicas doctrinales por su falta de regulación, y tienen especial interés por lo novedosa que es una figura que no solo constituye un agente económico importante, sino que además tiene unas implicaciones jurídicas que merece la pena considerar. En el presente trabajo, estudiaremos las funciones y servicios que cumplen los asesores de voto, desarrollaremos los puntos más polémicos de su actuación, así como sus aportaciones en la gestión de las sociedades cotizadas y su gobierno corporativo, y valoraremos la legislación presente en la materia, analizando qué cauces de regulación podrían seguirse en el futuro y qué ideas se están barajando a este respecto en la actualidad.

1.3. Clientes de los asesores de voto. Los inversores institucionales

Si bien no se puede afirmar categóricamente que los pequeños inversores no pueden recurrir bajo ningún concepto a los servicios de los asesores de voto para facilitar la toma de decisiones que han de afrontar como titulares de los valores que conforman el capital social de las sociedades cotizadas, es innegable que, de forma muy notable, los principales clientes de los asesores de voto serán sujetos como los inversores institucionales y los fondos inversión, es decir, lo que la CNMV, basándose en la Directiva 2014/65/UE, sobre los Mercados de Instrumentos Financieros, califica como inversores profesionales: “aquellos que tienen la experiencia y los conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asumen. Se consideran profesionales las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales en general), grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos.

En principio, y salvo solicitud en contra, se presupone que un inversor profesional precisa un nivel de protección inferior al que la normativa establece para inversores particulares”. Estos sujetos no solo tienen amplios conocimientos para tomar decisiones siendo conscientes del riesgo que cada inversión tiene asociada, sino que además disponen de medios económicos suficientes para hacer frente al precio elevado que un análisis realizado por un asesor de voto, como ISS, puede suponer.

En último término, dentro de las sociedades cotizadas, hay diferentes tipos de socios, pero son estos inversores profesionales los que suelen requerir de los servicios de los asesores de voto para cumplir con las exigencias de participación activa en la gestión de la sociedad emisora.

Aparte, la decisión que decanta el sentido del voto en uno u otro sentido puede recaer en diferentes sujetos, bien gocen o no de las facultades que confiere la titularidad de los valores, como podremos apreciar en diferentes apartados del trabajo. En algunos casos, será el propio inversor el que tome dicha decisión, ya sea en concepto de sujeto inscrito como titular de las acciones o como individuo que, si bien no goza de tal condición, sí soporta el riesgo económico propio de los valores.

Dejando de lado los supuestos de inversión institucional, en los que los socios o partícipes realmente soportan el riesgo derivado de la inversión, no es extraño encontrarnos con situaciones en las que se reconoce capacidad de decisión a individuos que no soportan riesgo alguno, ni como titulares formales ni como titulares del riesgo económico. Estas situaciones demuestran que sujetos que nada tienen que ver con la sociedad cotizada pueden llegar a adquirir relevancia en la toma de sus decisiones. Sea como fuere, el asesor de voto habrá de prestar su servicio a aquel al que en cada momento corresponda decidir sobre el sentido del voto.

2. SERVICIOS PRESTADOS POR LOS ASESORES DE VOTO

En este primer punto posterior a la introducción, entraremos a valorar cuáles son las funciones de los asesores de voto que justifican su contratación por parte de inversores y de entidades emisoras, lo cual se traducirá en un estudio de los diferentes servicios que presta este operador económico.

2.1. Asesoramiento y colaboración en el ejercicio del derecho de voto

Este es el servicio más importante. Da nombre a la institución y describe cuál es la finalidad de la misma: facilitar a su cliente (inversor) a dirimir cuál es el cauce de actuación más adecuado para ejercitar sus facultades como titular de las acciones de la sociedad.

2.1.1. *Actividad logística e intelectual*

Como su propio nombre en castellano indica, el foco principal de la actividad de los asesores de voto es realizar recomendaciones a sus clientes relativas al sentido del voto que consideran más adecuado para las diferentes decisiones que se plantean en las juntas de accionistas celebradas por la entidad emisora. La propia CNMV, en un informe sobre la figura de los asesores de voto emitido por un comité de expertos⁵, detalla en qué se concreta el asesoramiento en materia de voto:

1. Elaboración de informes que facilitan el ejercicio del voto de sus clientes en las juntas de accionistas de la entidad emisora.
2. Colaboración en la elaboración de propuestas de acuerdo en las juntas de accionistas.
3. Análisis de la retribución de los directivos de la entidad emisora en sus informes y recomendaciones de voto.
4. Para inversores institucionales, diseño de directrices de voto específicas.

Los propios asesores de voto califican esta actividad como un servicio de carácter “intelectual”, en el que se evalúan las distintas alternativas presentadas por la entidad emisora para la toma de una determinada decisión y se emite un informe donde se explica por qué un determinado sentido del voto es más conveniente que los demás. A mayores de esta actividad, también se prestan servicios de recopilación y transmisión de información, así como medios para facilitar el proceso del voto a sus clientes, en lo que se considera un servicio de índole “logística”. Así lo clasifica la AMF francesa en su informe “*Improving the exercise of shareholder voting rights and general meetings in France*”.

⁵ CNMV (2012): *Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*. Disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> [Consulta: 17/04/2019]

Será en esta calificación en la que nos basemos para caracterizar los principales rasgos de los servicios prestados por los asesores de voto, poniendo especial énfasis en el apartado intelectual.

Respecto del apartado logístico, hemos de destacar que las recomendaciones sobre el sentido del voto se prestarán a través de medios telemáticos, en portales a los que podrán acceder sus clientes mediante unas claves predeterminadas. En este medio se facilitará al cliente información relevante de cara a las juntas de accionistas, para permitir que éste tome sus decisiones con fundamento. Partiendo de dicha información, es habitual que se ofrezca al cliente la posibilidad de rellenar un formulario de voto facilitado por la propia web del asesor de voto que se remitirá directamente a quien se haya determinado como representante del accionista en la junta general. Tal es el proceso seguido por las grandes empresas del sector, como es el caso de ISS⁶.

Más allá de estos servicios, de corte más básico, los portales más sofisticados permiten la gestión efectiva y el otorgamiento de los poderes de representación. A posteriori, una vez producida la votación y tomada la decisión en la Junta General de la entidad emisora, pueden prestarse otros servicios adicionales, como el ofrecimiento de información sobre el resultado de las votaciones, todo ello a través de la página web del asesor de voto.

Esta actividad logística ha ganado relevancia en los últimos años, conforme los medios informáticos se han modernizado, pero en la práctica el apartado más relevante de la actividad de los asesores de voto sigue siendo el intelectual, en la que, tras un análisis de la información pública facilitada por la entidad emisora, se emite un informe que desglosa las consideraciones más relevantes a tener en cuenta de cara a la toma de futuras decisiones, así como las recomendaciones sobre el sentido del voto que consideran más óptimo en relación con los diferentes asuntos del orden del día de las juntas de accionistas.

El sentido del voto es el punto más relevante del análisis, y guía al cliente sobre si debe votar en cada asunto del orden del día en sentido positivo, negativo o abstenerse. Ahora bien, este servicio puede tener un carácter u otro dependiendo de las circunstancias, y es posible incluso que simplemente se emitan una serie de indicaciones sobre los puntos más relevantes de las propuestas de acuerdo, sin indicar una recomendación en concreto.

⁶ Políticas de voto de ISS. Disponible en: <http://www.issgovernance.com/proxy/voting>.
[Consulta: 17/04/2019]

Es importante considerar que, en algunos supuestos, no coinciden el cliente del asesor de voto con el titular material de las acciones sobre las que se realizan recomendaciones. Esto sucede cuando el cliente es un mero titular fiduciario de las acciones o cuando ni siquiera está inscrito como su titular. A pesar de parecer un caso aislado, es habitual que el titular real de las acciones delegue la capacidad para votar en la junta de accionistas a su asesor financiero, y que éste recurra a los servicios de los asesores de voto para recibir asesoramiento sobre el mejor sentido de voto posible para los diferentes asuntos discutidos en el orden del día.

2.1.2. Recomendaciones estandarizadas

Como se indicó en la introducción, la profundidad del análisis y la cantidad de información compartida con el cliente no es siempre uniforme. Como cabía esperar, las grandes multinacionales o empresas con un mayor volumen de negocio serán clientes más relevantes para los asesores de voto, y no resulta extraño que las recomendaciones emitidas para este perfil de cliente tengan una mayor actividad de análisis tras de sí.

La cuestión es que, no solo el análisis relacionado con las recomendaciones emitidas a clientes de menor entidad es menos minucioso, sino que es habitual que se les proporcionen recomendaciones estandarizadas y automáticas emitidas tras realizar un análisis superficial de una serie de variables clave. Este tipo de recomendación ha sido objeto de críticas por parte de la doctrina, por considerarse un trato discriminatorio no regulado.

La defensa de las mayores sociedades dedicadas al asesoramiento de voto se basa en que la profundidad del análisis tiene una relación directa con la contraprestación recibida por los clientes. Es decir, el precio de sus servicios es superior cuanto más profundo es el análisis. Se arguye que, de esta manera, se pueden ajustar los servicios del operador a las necesidades concretas que pueda tener cada cliente.

Dado que la diferencia de trato entre unos clientes es justificable por el precio pagado por cada uno, y que la baja calidad de las recomendaciones estandarizadas será analizada con mayor profundidad en el apartado relativo a los problemas asociados a la actividad de los asesores de voto, el gran problema es la automatización del servicio en casos donde el cliente solo pueda permitirse recomendaciones estandarizadas.

La recomendación emitida por el asesor de voto, en principio considerada actividad “intelectual”, pierde dicho carácter y su esencia en el momento en que el informe es emitido por defecto a través de los medios telemáticos del *proxy advisor*, es decir, de su plataforma electrónica.

A título personal, considero que esto ya no solo puede implicar un problema en relación con la calidad del servicio prestado, sino también un problema en relación con la responsabilidad del asesor de voto. Un análisis superficial y automático de las variables que derivan en una recomendación determinada puede diferir en gran medida con el análisis realizado por un experto que conozca mínimamente las circunstancias concurrentes en el caso, y que pueda prever algunas contingencias básicas que un sistema informático no puede detectar. Esta cuestión podría ser modulada, corregida o regulada por las reformas legislativas que se dediquen a dar regulación a la figura de los asesores de voto en su cuestión, pero esta cuestión la dejaremos para puntos posteriores del trabajo.

2.2. Asesoramiento a sociedades cotizadas sobre el buen gobierno corporativo

2.2.1. Los asesores de voto y el gobierno corporativo

Aparte de los servicios que nos indica la propia denominación de los asesores de voto, prestados a los inversores, también existen servicios para la contraparte, la sociedad emisora de las acciones. Estos servicios se concretan en asesoramiento sobre gobierno corporativo, es decir, en recomendaciones dirigidas a ilustrar a las sociedades emisoras sobre lo que el asesor de voto considera como buenas prácticas.

No solo sirve al propósito de mejorar la gestión de las sociedades emisoras, sino que también sirve como una herramienta útil de los inversores institucionales para estudiar el riesgo y las prácticas de las sociedades cuyas acciones puede adquirir para conformar su cartera de inversión. El sistema de evaluación de las prácticas de la compañía varía de empresa a empresa de asesoramiento de voto. En el caso de la más importante, ISS, se ofrece la herramienta *QuickScore 2.0*, un ranking que evalúa a las sociedades emisoras en base a los criterios de remuneración de los consejeros, auditoría, derechos de los accionistas y estructura del consejo de administración⁷.

⁷ Página web de ISS. Disponible en: <http://www.issgovernance.com/quickscore>.
[Consulta: 17/04/2019]

Así, las empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo contratarán los servicios del asesor de voto para que éste pueda hacer público el buen hacer de la compañía, y los inversores institucionales se servirán de esta información para evaluar si les interesa o no adquirir las acciones de estas empresas.

El propósito básico de las recomendaciones sobre gobierno corporativo es permitir a las sociedades emisoras la identificación de sus necesidades en dicho ámbito, ofreciendo alternativas y opciones para mejorar su situación, aumentar el valor percibido por los grupos de interés, y minimizando el riesgo empresarial.

Ahora bien, esta consideración no es más que una introducción a la utilidad que genera para las entidades emisoras los servicios que los asesores de voto les pueden prestar, y a continuación desarrollaremos con más detalle por qué estos otros servicios de este nuevo operador del tráfico jurídico están ganando tanta relevancia en los últimos años.

Ya ha quedado claro que las recomendaciones de los asesores de voto a los inversores institucionales en relación con el sentido de voto más adecuado de cara a las votaciones en las juntas de accionistas son la rama de actividad nuclear de estos agentes. Antes de emitir esta recomendación, es fundamental tener en cuenta que los asesores de voto también operan en el mercado como agentes de información, tal y como afirman autores como Choi⁸. En aras de emitir recomendaciones sólidas y basadas en la situación real de la sociedad emisora, los asesores de voto tendrán que cubrir una labor de interpretación de la información publicada por las entidades emisoras, incluyéndola y razonándola en sus informes.

Esta función de recopilación de información no solo resultará de utilidad a los inversores institucionales, sino que también podrá ser aprovechada por las propias entidades emisoras, que podrán servirse de los *proxy advisors* como intermediarios para canalizar la información que publiquen a sus accionistas.

Paralelamente, hemos de considerar que la coetilla de “asesor” implica que este agente debería procesar la información que quiere canalizar la entidad emisora y analizar qué alternativas pueden ser más óptimas de cada decisión, delimitando qué impacto podría tener cada una en el funcionamiento sucesivo de la empresa.

⁸ Choi, S., Fisch, J. y Kahan, M. (2010): “The power of proxy advisors: myth or reality?”, *Faculty Scholarship at Penn Law*. p. 331

Aquí vuelve a ponerse de relieve la dualidad que genera constantes conflictos de interés y que se verá con mayor profundidad en los puntos posteriores del trabajo: mientras por un lado los servicios de los asesores de voto a inversores institucionales permiten a éstos últimos ejercer sus derechos políticos con información que permite fundar propiamente sus posturas, por el otro cada vez más se revela la condición de los asesores de voto como “reguladores de hecho” de las propuestas emitidas por las entidades emisoras, dado que, a mayores de las exigencias legales y recomendaciones que estos operadores del tráfico jurídico consideran al desarrollar sus propuestas de acuerdo, se ha demostrado que también actúan sujetos a la necesidad de amoldar dichas posturas a los estándares de buen gobierno corporativo que los asesores de voto consideran necesarios.

En esta línea, para dar información al inversor sobre la calidad del gobierno de las sociedades en que éste puede invertir, los asesores de voto más importantes han desarrollado índices en los que se valoran a las diferentes sociedades cotizadas en función de dicha calidad. De hecho, en estos casos puede que las propuestas de acuerdo no se emitan tanto con el objetivo de satisfacer las necesidades operativas de la empresa, sino más para cumplir estos índices y, así, asegurarse de conseguir que la alternativa preconizada por el consejo de administración sea la que más apoyos consiga en la junta de accionistas.

Al final esta labor de emisión de información al mercado por parte de los asesores de voto se ha perfilado como una fuente de presión importante a los administradores de las sociedades emisoras, al ser una herramienta que les fuerza a seguir una disciplina y unos estándares de calidad a la hora de elaborar las propuestas de acuerdo que después se llevarán a votación. La cuestión ahora, aceptando que este papel de los asesores de voto en las relaciones entre inversores institucionales y sociedades cotizadas está cada vez más consolidado, será conseguir que la actuación de estos sujetos se produzca en un contexto que permita asegurar su independencia y su profesionalidad. Esto deberá canalizarse a través de una legislación que, por el momento, es inexistente, y que, como comentaremos en puntos posteriores del trabajo, podrá concretarse en diferentes vías de regulación.

2.2.2. ¿Gestión interesada del asesor de voto en conflictos de intereses entre sociedades emisoras e inversoras?

Visto lo anterior, no es descabellado plantearse la contingencia de que el asesor de voto esté prestando simultáneamente sus servicios de asesoramiento en materia de voto a los inversores y sus servicios de recomendaciones en el ámbito de buen gobierno corporativo a las sociedades emisoras. Esto podría generar obvios conflictos de interés, en los que existe riesgo de actuaciones interesadas del asesor, derivando en la emisión de recomendaciones que difieren con el interés real de su cliente.

Esta situación se vuelve especialmente preocupante si tenemos en cuenta la importante concentración del sector del asesoramiento de voto: dado que hay pocos asesores de voto, y los más importantes ocupan la mayoría de la cuota del sector (Glass & Lewis e ISS fundamentalmente), es más habitual de lo que cabría esperar la concurrencia de esta dualidad o prestación de servicios simultánea.

Las sociedades emisoras, conscientes de que una recomendación determinada al inversor por parte del asesor de voto puede inclinar definitivamente al accionariado a votar en un sentido favorable para sus intereses en las juntas de accionistas, pueden verse tentados a iniciar conversaciones en secreto con los asesores para que éstos, a cambio de una remuneración encubierta, adornen las alternativas que más favorezcan a la entidad emisora.

Desde un punto de vista moral, ante la falta de regulación legal de estas situaciones, esta cuestión se muestra como hartamente delicada para el asesor de voto. Y es que, recomendar por un lado una propuesta determinada a la entidad emisora para luego asesorar al accionista que vote en contra de la misma, por el desarrollo de las circunstancias concurrentes, puede considerarse por parte de la sociedad emisora como una especie de traición.

De nuevo, ha de hacerse hincapié en la imperiosa necesidad de que una hipotética regulación de los asesores de voto tenga en cuenta estas situaciones y dirima cuál es el cauce de control más adecuado ante posibles actuaciones interesadas de las partes intervinientes. Además, este problema ganará relevancia al tenerse en cuenta con otros riesgos de actuación interesada que pueden surgir a la hora de asesorar el voto, fundamentalmente relacionados con la propiedad de las sociedades involucradas en estas relaciones comerciales, y que se tratarán de manera conjunta al evaluarse los posibles problemas asociados a la figura del asesor de voto.

3. FACTORES QUE DETERMINAN EL AUGE DE LOS ASESORES DE VOTO

3.1. Responsabilidad de los inversores institucionales en materia de ejercicio del derecho de voto

En este apartado discutiremos los deberes que se impone a los inversores, como propietarios de parte del capital social de las empresas, relativos al ejercicio de las facultades que como accionistas tienen atribuidas, en especial en los inversores institucionales, cuyos intereses en la sociedad son puramente especulativos y, en la gran mayoría de los supuestos, no valoran con seriedad la sostenibilidad de la empresa en el largo plazo.

3.1.1. El papel activo de los inversores institucionales en la gestión de la entidad emisora

En los últimos años, se ha afianzado una tendencia a la imposición de deberes de ejercicio de voto: como accionista, se entiende que el sujeto titular de sus valores debe intervenir de forma activa en la gestión de la sociedad. Esto se ha hecho especialmente relevante en los fondos de inversión o inversores institucionales cuyo principal objetivo al adquirir acciones es la mera especulación, sin tener particular interés en la gestión activa de la sociedad.

En este contexto, gana relevancia el servicio de los asesores de voto, puesto que ellos se encargarán de la tediosa tarea de analizar las circunstancias de la sociedad y emitirán un informe que facilitará mucho al inversor la toma de una decisión sobre los diferentes asuntos del orden del día.

Aparte, los inversores institucionales, que han pasado a adquirir un papel protagonista en la propiedad del capital social de las empresas, se han presentado como un contrapunto a las pretensiones de los consejos de administración de las sociedades emisoras, que hasta ahora no han sufrido oposición, puesto que las negativas de los pequeños accionistas a sus decisiones no tenían relevancia suficiente. La figura del asesor de voto como medio que facilita la intervención activa de los inversores institucionales en la sociedad ahora es considerada una herramienta vital para apoyar a los pequeños accionistas cuando se quieran oponer, razonadamente, a decisiones del consejo de administración.

Por el momento, el problema de la inactividad de los inversores institucionales aún no ha sido del todo paliado por la intervención de los asesores de voto en su representación. En este sentido, merece la pena diferenciar la situación entre las sociedades americanas, que suelen tener un capital disperso, y las sociedades europeas, que tienden a mostrar una estructura de capital más concentrada⁹.

En el caso de las sociedades europeas de capital concentrado intervienen de forma simultánea intereses de muchos grupos de presión con participación en el capital social que llevan a conflictos. No solo los fondos de inversión operan como titulares reales de las acciones de las entidades emisoras, sino que muchas veces también las aseguradoras o las entidades de crédito gozan de participaciones significativas en el capital de las sociedades emisoras. En este contexto, a diferencia de lo que se pretende hacer con la intervención de los asesores de voto para conseguir que los inversores institucionales lidien de forma activa con estos conflictos, en muchos casos los problemas entre partícipes pueden ir a peor.

Según diferentes autores, entre los que destacan Fleischer y Strothotte, al final la inversión institucional termina implicando que el grupo de control de la mayor parte de las acciones es reforzado por la inversión institucional, ya que ésta suele tener “contactos extraorgánicos” con el estrato ejecutivo de la empresa emisora.

A pesar de que se pretende una intervención activa del inversor institucional para evitar la total discrecionalidad de las medidas adoptadas por el consejo de administración, paralelamente se adoptan medidas que sirven para evitar que dichos inversores institucionales adquieran una influencia excesiva en el seno de las sociedades. Dado que estos inversores institucionales se encuentran con estas dificultades, no tienen intereses particulares en el devenir de la sociedad en el largo plazo, y carecen de conocimientos de campo sobre la marcha de la sociedad, es habitual que recurran a prácticas como la indexación, que les permiten invertir de forma óptima adecuando su actuación a una serie de índices de referencia.

Y es que no solo se plantean problemas entre los inversores institucionales y otras partes que participan en la organización en que se invierte, sino que además dentro del propio inversor institucional cada vez más surgen conflictos de interés, en gran medida motivados por la creciente intervención de los particulares en fondos de inversión.

⁹ Gallego Córcoles, A. (2014): “Asesores de voto y el ejercicio del derecho de voto en sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho de sociedades, Monografía n° 42*, Thomson Reuters Aranzadi, p. 52

Todo lo anterior ha derivado en que la tendencia legislativa en la materia ahora preconice la imposición de deberes a los gestores de los inversores institucionales para poder así brindar a los inversores particulares que participen en ellos información suficiente sobre sus cauces de actuación y protección ante diferentes contingencias que puedan surgir¹⁰.

3.1.2. Deber de información sobre la política y el sentido del ejercicio de voto

A diferencia de lo que sucede con los inversores particulares, a los inversores institucionales se les imponen una serie de deberes de información al público, lo cual les obliga no solo a motivar por qué han decidido apoyar una medida u otra a través de su voto, sino también indicar por qué se abstienen cuando lo hacen. Esto no solo ayuda a conseguir transparencia en lo relativo al proceder de estos inversores, sino también a que los inversores particulares, con medios más limitados, tengan alguna referencia que les permita discernir cuáles son sus mejores alternativas a la hora de invertir. Así se impone en diversos ordenamientos, como sucede en la normativa societaria española, donde se puede apreciar la obligación de asistencia y voto de este tipo de instituciones en las juntas generales de las empresas en las que participan (art. 46.d de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva).

A nivel comunitario, se ha procurado dar relieve a la necesidad de transparencia de las políticas de voto de los inversores institucionales, como se hizo constar en la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre Derecho de Sociedades europeo y Gobierno Corporativo, que proponía modificar algunos preceptos de la Directiva 2007/36/CE en esta línea.

En el Derecho anglosajón también se procura imponer deberes de transparencia a este tipo de inversores, a partir de normas como el *Stemanship Code* (2010), que impuso el principio de “cumplir o explicar”, de modo que, en el supuesto en que el inversor institucional no haga valer su derecho de ejercicio de voto en la junta de accionistas, tendrá que explicar qué ha motivado dicho proceder.

¹⁰ Roncero Sánchez, A. y Valmaña Ochaita, M (2005): “El alcance de la imposición por la LIIC a las instituciones de inversión colectiva del deber de asistencia y voto en las juntas generales”, *RdS*.

3.1.3. La relativización de la imposición de deberes de ejercicio del derecho de voto como factor que favorece la intervención de los asesores de voto

Partiendo de lo que hemos dicho en los párrafos anteriores, es fácil deducir que la intervención de los asesores de voto facilita sobremanera los deberes de participación activa en la gestión de la sociedad de los inversores institucionales, a través de sus análisis, informes y recomendaciones.

De hecho, al solicitar los servicios del asesor de voto, estas entidades inversoras consiguen protegerse ante potenciales cuestionamientos sobre sus deberes de emisión de voto. Siguiendo el consejo de un profesional independiente, los inversores institucionales evitan suspicacias sobre si actúan para favorecer los intereses de unos grupos de presión u otros, y se aseguran de cumplir sus deberes de emisión de voto.

La cuestión es que, al recurrir a los servicios del asesor de voto, en la práctica lo que se consigue es que la participación activa del inversor institucional sea una mera fachada en muchos casos: dado que al no temer posibles reclamaciones y recibir directamente las recomendaciones de los asesores de voto no necesitan involucrarse directamente con el resto de partícipes de la entidad emisora ni en los asuntos del día a día de la misma, terminan evitando realizar de forma directa análisis o participar en los pactos entre el accionariado del que forman parte.

Este cambio de paradigma se presenta como una cuestión problemática. Mientras antes, en aras de participar activamente en los asuntos de la sociedad, los inversores institucionales se limitaban a seguir ciegamente la dirección marcada por el órgano de administración de la sociedad emisora (en perjuicio del pequeño inversor), ahora pueden seguir ciegamente las recomendaciones de los asesores de voto para evitar represalias legales (haciendo que estos sujetos adquieran un poder desmesurado en la gestión de la sociedad, sin tener realmente acciones en la misma y sin tener que soportar las pérdidas asociadas a una posible situación de declive de la empresa).

La presente problemática no hace más que agravarse al tener en cuenta que, en un contexto crecientemente globalizado, es muy habitual que sean inversores institucionales extranjeros los que formen parte del accionariado. En estos supuestos, la necesidad de asesoramiento en materia de voto se hace más acuciante, pues no solo se enfrentan a los típicos problemas de falta de información de los quehaceres de la entidad y los entramados institucionales de la misma, sino que también existen barreras por la disparidad de ordenamientos implicados.

3.2. Otros factores

Dejando de lado las imposiciones normativas que imperan en esta materia, para poder dar cumplimiento a los derechos políticos que el inversor tiene en su condición de accionista, es necesario tener conocimiento sobre la marcha de la empresa. En vista de que los grandes inversores buscan tener una cartera diversificada que les permita reducir su riesgo al riesgo sistemático, se antoja muy tedioso mantener un seguimiento de las diferentes juntas de todas las entidades en las que han invertido, y ello favorece la búsqueda de un asesor de voto que facilite esta búsqueda de información y recomiende qué curso de acción es más adecuado en cada caso.

Además, dado el marcado carácter especulativo de la mayoría de las inversiones institucionales, es muy poco habitual que estos inversores tengan intención de mantener su posición accionarial en un largo plazo, lo cual deriva en que toda implicación en la gestión activa de la sociedad emisora devenga irrelevante. Unido a esto, la globalización del mercado en general, y del mundo financiero en particular, ha derivado en un aumento de la complejidad de las relaciones entre grupos de interés. Por todo lo anterior, recurrir a los asesores de voto para que les puedan desvelar qué puntos fuertes y débiles tiene cada sentido del voto de cara a sus intereses parece lo más acertado, en especial cuando las materias a discutir sean de una complejidad elevada.

En la línea de la gran importancia que la asesoría en materias relacionadas con el voto ha ido acumulando estos últimos años, se han desarrollado diferentes normas que regulan los procedimientos que el asesor de inversiones, sujeto que puede representar directamente al inversor institucional y ejercitar su derecho de emisión del voto una vez reciba el correspondiente poder para hacerlo, ha de seguir a la hora de realizar sus recomendaciones a los clientes.

La SEC (*Securities and Exchange Commission*) ha afirmado en diversas declaraciones que el asesor de inversiones, en caso de que se susciten suspicacias en torno a su buen hacer profesional, tiene la posibilidad de demostrar que los diferentes conflictos de interés de los partícipes de la entidad emisora no han condicionado su recomendación, en principio, imparcial.

La cuestión es que, como representante del inversor institucional, el asesor financiero tiene la posibilidad de recurrir a terceros para formarse en torno a determinadas materias u obtener información, contexto en el que podrá recurrir a los asesores de voto. Esto no debería generar, en principio, ningún problema, pero, como planteamos en puntos anteriores, la concentración del sector de asesoramiento del voto ha derivado en que sea habitual que los asesores de voto a los que el asesor financiero quiera recurrir presten sus servicios de manera simultánea a la sociedad emisora, con los diferentes conflictos de intereses que ello conlleva.

En estos casos, el propio asesor financiero tendrá que evaluar si, a pesar de estas circunstancias, el asesor de voto está prestando o no sus servicios de manera imparcial, sin intentar condicionar el voto que en él se ha delegado a favor de la alternativa que preconice el consejo de administración de la sociedad emisora. No hay legislación concreta que permita dirimir de forma directa estas cuestiones, pero la propia SEC ha emitido recomendaciones en las que se aconseja considerar la calidad del servicio de los asesores de voto y cuán robustas son sus prácticas y los procedimientos que aplican para emitir sus recomendaciones e informes.

De hecho, en el indeseado caso en que el asesor de inversiones conozca que las recomendaciones emitidas por el asesor de voto tienen como base hechos inexactos, se verá en la obligación de investigar estos errores, tal y como indican instituciones como *Meridian Compensation Partners, LLC*¹¹. Además, todas estas comprobaciones de idoneidad no deberán producirse únicamente en el momento en que se perfecciona el contrato con el asesor de voto, sino que habrá de realizarse una labor de revisión continuada a lo largo de su servicio.

Desde 2010, con la modificación de la regla 452 de la NYSE¹² (*New York Stock Exchange*), se ha cultivado un escenario favorable a que los asesores de voto tengan un papel predominante y sean una herramienta muy utilizada por los asesores de inversión para informarse sobre los asuntos debatidos en el orden del día de las juntas de accionistas.

¹¹ Meridian Compensation Partners, LLC (2014): “SEC Staff Issues Guidance on Investment Advisers and on Proxy Advisors”, *Meridian Client Update*, vol. 5, issue 10, 2014. Disponible en: <http://www.meridiancp.com/> [Consulta: 20/04/2019]

¹² Portal web New York Stock Exchange (NYSE). Disponible en: http://wallstreet.cch.com/nysetools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_5&manual=/nyse/rules/nyse-rules/ [Consulta: 21/04/2019]

En esta reforma, se puso especial énfasis en eliminar la tendencia sistemática de votar a favor de las alternativas que preconizaba el consejo de administración. Al final, estas circunstancias, la escasez de medios personales, de conocimientos e incluso la falta de interés en la marcha de la sociedad han catapultado la popularidad de los servicios de los asesores de voto hasta la cota en la que se sitúan hoy en día.

4. CONTRASTE ENTRE TITULARIDAD Y RIESGO ECONÓMICO DE LAS ACCIONES. INFLUENCIA DE LOS ASESORES DE VOTO

Está claro que el asesor de voto tiene el cometido de facilitar un análisis a su cliente sobre el sentido más conveniente del voto según criterios racionales. La cuestión es que este cliente puede representar a una importante variedad de sujetos:

1. Titular formal de las acciones, que figura inscrito como tal en el título de carácter nominativo.
2. Titular material de las acciones, sujeto que soporta en la práctica el riesgo económico asociado a la acción, también conocido como *beneficial owner*.
3. Otros sujetos, que no ostentan ni la titularidad material ni formal de las acciones, pero que tiene legitimación para ejercitar el derecho de voto por el titular (por ejemplo, suele ser el caso de los asesores de inversión).

El supuesto en el que la titularidad formal y la titularidad material (riesgo económico de la inversión) coincidan en una misma persona, no habrá mayores problemas. Este sujeto será el que esté legitimado para ejercitar el derecho político de voto en la junta de accionistas, y para ello podrá recurrir a las recomendaciones que le pueda aportar el asesor de voto. Esta situación es habitual cuando tratamos inversiones sin elementos de extranjería, es decir, cuando el inversor de un Estado invierte en ese mismo Estado, y se inscribe en el registro que corresponda como titular del valor.

En contraste con la situación anterior, también puede que dicha titularidad no coincida en una sola persona, supuesto que suele coincidir con la tenencia de valores extranjeros.

Las complicaciones que aquí surgen tienen su origen en que el inversor que soporta el riesgo económico de la operación no suele constar en el registro societario correspondiente como titular de las acciones, siendo un tercero que actúa como intermediario el que colma tal vacío postulándose como titular meramente formal de estos títulos, sujeto que la doctrina ha venido denominando como “*nominee*”¹³.

Como titular formal de las acciones, será este sujeto el que se encuentre legitimado para ejercitar los correspondientes derechos de ejercicio de voto, por cuenta de los clientes, pero en nombre propio. Obviamente, aunque no sea el que efectivamente vote en la junta general, será el inversor que soporta el riesgo económico el que decida el sentido del voto en cuestión, transmitiendo con anterioridad al titular formal sus intenciones para que éste las traslade a la votación. Ante las discrepancias que esta circunstancia ha generado en la práctica, la Directiva 2007/36/CE¹⁴, de voto transfronterizo, ha determinado que el ejercicio de voto por parte de intermediario financiero habrá de realizarse previo cumplimiento de una serie de requisitos, como que debe hacer constar ser titular fiduciario de las acciones o que desvele la identidad del cliente al que representa.

Si bien ordenamientos como el francés o el inglés no han tenido problemas para trasponer el contenido de la Directiva, en nuestro ordenamiento dicha trasposición se ha traducido en un precepto que invita a las ambigüedades, el art. 524 LCS, que reza lo siguiente: “*las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero **que actúen por cuenta de diversas personas, podrán en todo caso fraccionar el voto y ejercitarlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido. Dichas entidades podrán delegar el voto a cada uno de los titulares indirectos o a terceros designados por estos, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas***”. La dicción del precepto parece excluir los supuestos en los que el intermediario en cuestión actúa en nombre propio, pero en representación del titular de la inversión, como es el caso discutido, si bien algunos autores, como Mateu de Ros Cerezo¹⁵, han defendido que esta normativa habría de interpretarse en un sentido amplio, incluyendo a los intermediarios que

¹³ Gallego Córcoles, A., op. cit., p. 29

¹⁴ Directiva 2007/36/UE, Boletín Oficial del Estado (BOE). Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2007-81261> [Consulta: 21/04/2014]

¹⁵ Mateu De Ros Cerezo, R. (2011): “La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la LSC”, *Centro de Gobierno Corporativo, Serie Investigaciones y Publicaciones*.

actúan en nombre propio en representación de tercero, por ser esta la intención del legislador.

Los escenarios anteriores, si bien presentan algunas complicaciones, en último término pueden resolverse con relativa facilidad partiendo del hecho de que el inversor, como sujeto que soporta el riesgo de la operación, tendrá la última palabra. Aun así, en los últimos años se ha venido reforzando una tendencia que da mayor independencia al intermediario financiero o titular fiduciario de las acciones, hasta el punto que en Estados Unidos la Regla 452 del NYSE reconoce que estos intermediarios podrán determinar de forma personal y sin intervención del inversor real el sentido del voto para decisiones que tengan carácter rutinario, si no han recibido con antelación alguna instrucción concreta del titular real.

Esta tendencia se ha acentuado en relación con productos derivados, como las conocidas con el sobrenombre de ADS (*American Depositary Shares*). Esta figura parte de títulos valor procedentes de otros Estados pero “que son emitidos por una sociedad depositaria estadounidense y después negociados en distintos mercados”¹⁶, es decir, son acciones de empresas extranjeras que, a través de las entidades depositarias americanas, pueden ser adquiridas en el mercado estadounidense. La entidad depositaria suele aparecer como titular pleno de estos valores, pero después los inversores que soportan el riesgo asociado al título son otros individuos que, aun no siendo titulares, sí disfrutan los derechos y beneficios inherentes al valor extranjero.

En este tipo de operaciones, el propio contrato celebrado entre el ente depositario (titular a plenos efectos del título) y el inversor (que soporta el riesgo económico de la operación) podrá contener disposiciones que faculten al inversor a dar instrucciones sobre el sentido de voto en la junta de accionistas, para que el titular de las acciones actúe en consecuencia.

Aun así, puede que el contrato no disponga nada al respecto y, partiendo de que el titular del derecho político de voto es el depositario, éste tendrá total libertad para votar en el sentido que considere conveniente.

¹⁶ Gallego Córcoles, A, op. cit., p. 37

Pues bien, a efectos de nuestro análisis, en estos casos controvertidos el sujeto que está facultado para recurrir a los servicios de los asesores de voto será el inversor real cuando el contrato con el banco depositario contenga alguna cláusula que le permita dar instrucciones relativas al ejercicio del voto, pero corresponderá al banco depositario cuando dicho contrato no prevea nada en este sentido.

Un supuesto similar es el de los asesores de inversión, una figura muy popular en el tráfico mercantil estadounidense, pues estos sujetos pueden estar revestidos de lo que se conoce como *voting authority*, autonomía para ejercitar libremente el derecho de voto en las juntas generales.

De hecho, para estos sujetos es preceptivo actuar bajo las recomendaciones de un tercero independiente, permitiendo la entrada en escena de los asesores de voto.

Todo lo dicho hasta ahora nos sirve para apreciar la gran variedad de clientes que pueden contratar los servicios del asesor de voto. Si bien dependiendo de las circunstancias el potencial cliente del asesor de voto puede ser el titular fiduciario de las acciones, el sujeto que soporta el riesgo asociado a las mismas o el asesor financiero del inversor, la idea con la que debemos quedarnos es que en cualquier caso el asesor de voto prestará sus servicios a aquel que deba determinar el sentido del voto, ya sea de forma personal o mediata.

5. COMUNICACIÓN PERMANENTE ENTRE ASESORES DE VOTO Y SOCIEDADES EMISORAS DE ACCIONES

Partiendo de la base de que las recomendaciones de voto tienen su origen en la información que los asesores de voto han conseguido recabar sobre la marcha de la sociedad emisora, no cabe duda de que la apertura de canales de diálogo entre los asesores de voto y las sociedades emisoras podría derivar en la eliminación de las imprecisiones que pueden estar presentes en los análisis de los asesores de voto, lo cual, en último término, ayudaría a que las recomendaciones de voto que se dan a los inversores institucionales sean mucho más cercanas a la realidad.

En esta línea, hay varias situaciones en las que puede abrirse este diálogo con los emisores. El primer momento en que puede realizarse este contacto será cuando se elaboran las directrices de voto que después serán de aplicación sobre las distintas propuestas de acuerdo que se lleven a la junta general.

Dicho contacto se produciría antes de que se conozcan las propuestas de acuerdo que publicarán las alternativas que deberán aconsejar los asesores, es decir, antes de que se convoque la junta general.

Después, también puede haber contactos cuando se estén elaborando las recomendaciones de voto per sé, pudiendo la sociedad emisora analizar el informe que el asesor de voto ha desarrollado para ver si realmente se corresponde con la realidad de la sociedad y si el sentido de voto que el asesor tiene pensado aconsejar es fundado o no.

Estos contactos no tienen por qué ser al estilo de negociaciones en los que las partes interactúan entre sí. Puede que simplemente se trate de envíos unidireccionales de información de la sociedad emisora al asesor de voto sobre temas decisivos para que éste elabore su informe, o meros intercambios de mensajes en los que el asesor va remitiendo los progresos de su informe a la sociedad emisora para que ésta evalúe si realmente la información en la que se están basando para emitir las recomendaciones es correcta o adolece de imprecisiones.

A mayores de estos cauces de reunión entre las partes, también existen las conocidas como reuniones informativas, que versarán sobre temas variados (comunicación de la estrategia empresarial de la sociedad, consejos de buenas prácticas de gobierno corporativo, intercambio de opiniones sobre algunas propuestas de acuerdo...) y podrán tener tanto carácter privado (*one-on-one meeting*) como público (*road show*)¹⁷.

¹⁷ Gallego Córcoles, A., op. cit., p. 91

Dicho lo anterior, vamos a analizar caso a caso los diferentes contextos en los que puede darse la comunicación entre sociedad emisora y asesor de voto, caso a caso:

5.1. Diálogo como instrumento dirigido a prestar correctamente el servicio de asesoramiento de voto

Para los asesores de voto es fundamental recabar información precisa de la situación de la sociedad emisora para poder justificar sus recomendaciones y realizarlas con una base sólida.

Dicha información será recabada de los diferentes agentes del mercado, y entre ellos se encuentra la propia sociedad emisora. Esto podría servir para corregir posibles imprecisiones sobre las concepciones que se tengan de la situación de la sociedad, y para explicar las características únicas que la misma pueda tener en comparación con otras del sector.

En relación con las imprecisiones en la información que se tiene de la sociedad, es muy difícil determinar hasta dónde alcanza el error de valoración, puesto que en muchos casos el factor que dirime lo precisa que es la información que maneja el asesor de voto es un criterio de valoración que, como tal, puede estar condicionado por sesgos o por consideraciones personales subjetivas. Para permitir que la sociedad tenga tiempo suficiente para discernir si la información del asesor de voto es correcta o no, la AMF francés ha aconsejado dar un plazo de 24 horas al emisor para que pueda realizar observaciones y comentarios precisos, que además sirvieran a los inversores institucionales, titulares de sus acciones, entender de forma correcta las propuestas que se llevan a las juntas generales¹⁸.

Esta tendencia, aun así, también es susceptible de generar problemas. Por ejemplo, cuando el asunto sea espinoso y relevante para el consejo de administración de la sociedad, los miembros de dicho consejo podrán anticiparse a las posibles posturas que difieran con sus intereses en las juntas generales, al conocer de antemano de qué información disponen los asesores de voto y, en consecuencia, los inversores institucionales. Esto es el motivo por el que, en algunos casos, para los asesores de voto es preferible abogar por no facilitar sus informes a las sociedades emisoras.

¹⁸ Autorité des Marchés Financiers (AMF, 2011): “AMF Recommendation on Proxy Advisory Firms”. Disponible en: https://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Les-recommandations-de-l-AMF-sur-les-agences-en-conseil-de-vote.html. [Consulta: 25/04/2019]

Además, las propuestas que serán discutidas en la junta se hacen públicas después de que se haya producido la convocatoria de la misma, resultando en que haya un margen temporal ínfimo para que los diálogos entre asesores de voto y emisoras (es decir, indirectamente entre inversores y emisoras) tenga resultados que se hagan palpables en término de conocimiento que permita a los inversores tomar una decisión de voto fundada en las conclusiones de los diálogos.

Por todo esto, cualquiera puede deducir que lo más óptimo es que estos contactos se produzcan en fases anteriores, dando mayor margen de maniobra: conforme los asesores de voto obtienen información de la sociedad emisora, se los remite y ésta le da *feedback* sobre aquellos puntos de información menos precisos.

Incluso corrigiendo los problemas temporales que se señalan en el párrafo anterior, no hemos de olvidar que existe otro problema: los contactos no son directos entre las entidades emisoras y sus accionistas, sino con un intermediario (asesor de voto) que no proporciona información a la totalidad del accionariado, pues solo dará el informe a sus clientes. En consecuencia, estos diálogos y transmisiones de información ningunearían a los pequeños accionistas, y los amplios gaps de información existentes entre los inversores que tengan contratado al asesor de voto y los que no harían que los primeros gozaran de una posición privilegiada y que se reforzara una tendencia de los inversores a recurrir a los servicios de los asesores de voto de forma sistemática, resultando en que este agente, no propietario de acciones de la empresa, tendría una influencia excesiva en el devenir de la misma.

Otra cuestión muy relevante en este ámbito es la cantidad de la información de la que dispone el asesor de voto, y su origen. Hemos de plantearnos si el derecho a la información del accionista puede ser de aplicación también al asesor de voto, es decir, si este sujeto no propietario de parte del capital social debería tener acceso o no a la información que la empresa da a sus accionistas. En principio, salvo que el asesor de voto reciba poder de representación expreso por parte de su cliente para servirse de su derecho de información, esta vía no sería válida. Entonces, ¿la base de las recomendaciones de los asesores de voto sería insuficiente para emitir informes fundados que realmente pudieran ayudar al accionista a tener una mejor idea de la situación de la empresa? En la mayoría de los casos sí, por lo que habrá que plantearse alternativas para que el *proxy advisor* se haga con esta información a la que solo los accionistas tienen acceso.

En este sentido, bien podría recurrirse a la concesión de poder de representación al asesor de voto para que haga la solicitud de información en nombre del titular formal del derecho (los inversores institucionales, titulares reales del derecho, suelen cederlo a los asesores de inversiones para que éstos se encarguen de su ejercicio), o bien podría solicitar a dicho titular que ejercite su derecho para que, a posteriori, éste le remita toda la información que la sociedad le haya transmitido. En cualquier caso, el contenido de la información que la empresa transmite a sus accionistas puede resultar de vital importancia para que el asesor de voto emita un análisis sólido, profundo y realmente basado en la situación de la empresa.

Sobre el papel, y en atención a la regulación societaria, estas parecen las únicas vías por las que los asesores de voto consiguen acceder a esta información, pero en la práctica, es habitual que haya diálogos directos entre la entidad emisora y el *proxy advisor*, en los que este último solicita aclaraciones o realiza las preguntas que estime convenientes para completar la información que necesitará para emitir su informe.

A raíz de lo anterior, cabe plantearse que, dado que la información a la que tienen acceso los accionistas resulta fundamental para el ejercicio de voto, debería legislarse esta materia para permitir a los asesores de voto conseguir esa misma información en unos términos análogos. Aun así, en la actualidad este planteamiento no parece gozar del beneplácito del legislador, que considera que el derecho a conseguir esta información está íntimamente ligado con el riesgo inherente a la condición de titular del capital social de la empresa que tiene el accionista.

En vista de que solo los accionistas pueden acceder a esta información, también se puede criticar los cauces no formalistas que en la práctica están utilizando los asesores de voto para conseguir información de la sociedad. Es decir, se plantea que los asesores de voto no deberían conseguir la información que solo los accionistas pueden conseguir mediante el ejercicio de sus derechos por un cauce extra-legal, pues esto implicaría que *“sujetos no legitimados por la normativa de sociedades terminarían gozando de la misma información que los accionistas tras ejercitar su derecho de información”*¹⁹.

¹⁹Gallego Córcoles, A., op. cit., p. 102

Ha de considerarse en este punto que, detrás del asesor de voto que consigue esta información está el cliente que contrata sus servicios, el titular formal o real de las acciones. Este sujeto está facultando al asesor de voto a obtener información privilegiada a la que, en principio, solo deberían tener acceso los accionistas, y ello podría implicar una violación a la prohibición de la comunicación de esta información. De ahí que los *proxy advisors* incluyan en sus políticas cláusulas que disponen que solo utilizarán directamente en sus informes la información que la empresa haya hecho pública.

En definitiva, en la actualidad los asesores de voto se ven obligados a servirse de mecanismos de diálogo al margen de los cauces ofrecidos por la legislación societaria porque su estatus jurídico no está suficientemente regulado y no es análogo al del accionista de la empresa. Hasta que esta situación sea corregida, no podrá incorporar en sus informes información más allá de la que la sociedad ha hecho pública, reservándose información adicional a la que solo los accionistas tengan acceso para sus análisis a efectos internos.

5.2. Diálogo como elemento integrante de la estrategia de comunicación de información selectiva al mercado

De igual modo que el asesor de voto necesita información para aconsejar el sentido de voto del accionista a través de sus recomendaciones, también es posible que la sociedad esté interesada en emitir información al público, incluso más allá de la que está obligada a proporcionar en rigor a la legislación societaria, por motivos como el establecimiento de contactos con agentes del mercado o como la reputación corporativa.

No solo ayuda a efectos de gobierno corporativo mantener un contacto constante con los accionistas, no solo ceñido a la época de reuniones o juntas, sino que además también ayuda al consejo de administración a acercar posturas con determinados grupos de accionistas para así hacerse con apoyos de cara al potencial éxito de las propuestas que se lleven a la junta general.

Y el marco de transmisión de información no se limita a la relación entre accionista y sociedad, puesto que hay más agentes que mantienen contacto con la organización y también están interesados en conocer la marcha y el devenir de la misma. Este es el caso de los profesionales que operan en el mercado de valores y de otros potenciales inversores que pueden formar parte de la sociedad en un futuro. A la sociedad le beneficia la posibilidad de que estos inversores se vean atraídos a formar parte de su proyecto, como fuentes adicionales de fondos, y a las otras partes les interesa gozar de ventajas informativas, que les permitirán afianzar o reconocer determinadas posiciones en el mercado.

En el ámbito operativo, la transmisión de información también puede generar utilidad para la sociedad emisora, ya que, sondeando la reacción del mercado ante determinada información, podrá valorarse la previsible reacción que el accionariado tendrá ante determinadas propuestas que después podrán discutirse en la junta general, y pulirse aquellos puntos de las estrategias que menos aceptación tengan entre los agentes receptores de información.

La facilitación de información siempre debe ceñirse a los límites impuestos por la normativa societaria, y será protagonizada por los propios miembros de los órganos de administración de la sociedad, que en su actuación habrán de respetar una serie de límites y deberes, entre los que destacan:

1. **Prohibición de difusión de información privilegiada** (arts. 80 y ss LMV): la información privilegiada no puede transmitirse de forma selectiva, de modo que o bien se mantendrá en secreto o bien se transmitirá al accionariado en su conjunto. Solo podrá comunicarse información no pública cuando pueda considerarse de influencia no apreciable en la cotización, como se desprende del art. 1.1 del Real Decreto 1333/2005, en materia de abuso de mercado. En lo que a la actuación de los asesores de voto respecta, es relevante la polémica sobre si sus informes, que contienen información privilegiada emitida por la sociedad de forma selectiva a sus accionistas, tienen conclusiones que puedan derivar en que la cotización se vea modificada ostensiblemente. En todo caso, en la actualidad esta situación no está controlada y las normas enfocadas a la eliminación de abusos de mercado solo se oponen a desigualdades cualitativamente relevantes entre los accionistas de las sociedades, y lo único que imponen es una igualdad informativa relativa.
2. **Deber de secreto inherente al cargo de administrador** (art. 232 LSC).
3. **Principio de igualdad de trato de los accionistas que se hallen en análoga situación** (art. 514 LSC): está claro que los accionistas que tienen títulos valores de índole distinta no se encuentran en la misma posición, pero no está tan claro que el hecho de que un inversor institucional tenga un volumen elevado de participación en el capital social es suficiente para justificar diferencias de trato informativo, tal y como han discutido autores como Sánchez-Calero Guilarte²⁰.

²⁰ Sánchez-Calero Guilarte, J. (2012): “La igualdad de trato de los accionistas, ¿un principio general?” *Revista de Derecho de sociedades*, nº 34, p. 28

Cuando un accionista de estas características solicita información a los órganos de gestión, parece que decidir si atender o no dicha solicitud entra en la discrecionalidad de este órgano. Ahora bien, el principio de igualdad de trato entre accionistas obligará a este órgano a atender futuras solicitudes de información sobre la misma materia del mismo modo, siempre que aprecie que esta nómina de accionistas se encuentra en la misma posición que aquel que solicitara en un primer momento la información. En definitiva, si la empresa transmite información privilegiada a un accionista, cualquier accionista cuya posición sea análoga tendrá derecho a que se le remita también.

Obviamente, todas las limitaciones de acceso a información privilegiada que se imponen al accionariado deben afectar de la misma manera al asesor de voto, que además se observa como una figura que genera recelo por los conflictos de interés que pueden surgir cuando, además de emitir recomendaciones de voto a los inversores institucionales, también asesora a la sociedad emisora en materia de buen gobierno corporativo. Por eso, múltiples ordenamientos los han asimilado a figuras como los asesores de inversión, y en la actualidad se les incluye en la nómina de profesionales del mercado de valores, haciendo que toda la información privilegiada que se les transmita voluntariamente también sea accesible para el resto del accionariado si éste la solicita.

En definitiva, dada la estrecha relación entre accionista (real y formal) y asesor de voto, y lo asimilable que es la posición de este agente a la del resto de profesionales del mercado de valores, debe concluirse que a la información que el consejo de administración transmita voluntariamente a estos sujetos también se aplica el principio de igualdad de los accionistas.

6. PROBLEMAS LIGADOS A LOS ASESORES DE VOTO EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL

A pesar de las innegables aportaciones que los asesores de voto realizan a sus clientes, tanto a través de sus recomendaciones de voto como con sus intervenciones en materia de gobierno corporativo, no son pocos los detractores de esta figura, que no solo denuncian la desregulación que les libera de responsabilidad, sino también los conflictos de interés a los que dan pie y los errores en los que incurren en las recomendaciones.

En esta línea, podemos destacar las declaraciones de Frank M. Placenti, presidente y fundador de la *American College of Governance Counsel*, según el cual “no solo las compañías de asesoramiento de voto emiten guías de actuación imprecisas de manera regular, sino que además rara vez el resto de agentes relacionados con la organización tienen tiempo suficiente para corregir las imprecisiones de dichas recomendaciones.

Además, muchos accionistas institucionales no se toman su tiempo para valorar de forma crítica los informes de los asesores de voto, y en cambio permiten que el voto asociado a sus acciones se emita por defecto”²¹.

De hecho, las críticas no solo proceden de sectores doctrinales que denuncian la desregulación de la figura del asesor de voto, sino de directivos de diversas empresas que denuncian que los asesores de voto, cuya influencia ya es muy relevante en determinadas empresas y no hace más que crecer, pueden llegar a cometer abusos aprovechando su situación de poder.

En esta línea, algunos empresarios se ven sorprendidos y contrariados por la influencia que los asesores de voto, que en muchos casos contraviene los intereses básicos de la sociedad para satisfacer otros propios. Bill Clough, ejecutivo de CUI Global, asistió a cómo, por recomendación de ISS, en junta de accionistas se votó el cese de uno de los directivos de la compañía. Al pedir explicaciones, le remitieron a dicha compañía de asesoramiento de voto, que, según asegura el propio Clough, “si se unía a ISS por 30.000 dólares al año, podrían ayudarle a evitar problemas similares en el futuro”²². En declaraciones al medio CNBC, este empresario comparó este modo de proceder de la mayor operadora de asesoramiento de voto del mercado con las amenazas de las pandillas de los suburbios.

Críticas anecdóticas aparte, en este punto abordaremos una serie de problemas que todos los autores señalan como problemas que genera la institución de los asesores de voto.

²¹ ACCF (2018), “New Report Highlights Impact & Extent of Flawed Proxy Advisor Recommendations”. Disponible en: [accf.org/2018/10/29/new-report-highlights-impact-extent-of-flawed-proxy-advisor-recommendations/](https://www.accf.org/2018/10/29/new-report-highlights-impact-extent-of-flawed-proxy-advisor-recommendations/) [Consulta: 25/04/2019]

²² CNBC (2018): “A congressman calls these Wall Street proxy advisory firms 'Vinny down the street' for their power to pressure companies”. Disponible en: <https://www.cnbc.com/2018/06/28/a-congressman-calls-these-wall-street-proxy-advisory-firms-vinny-down.html> [Consulta: 25/04/2019]

6.1. Conflictos de interés

Este problema ha sido señalado múltiples veces con anterioridad a lo largo del trabajo, y es una de los principales objetos de debate entre la doctrina. Se traduce en situaciones en las que el asesor de voto, para favorecer la consecución de los objetivos de un tercero o propios, contraviene los intereses de sus clientes, emitiendo recomendaciones que no reflejan fielmente la situación de la entidad emisora o que, reflejándola, emiten un análisis sesgado e interesado para guiar al cliente hacia un sentido del voto que en realidad contraviene sus intereses.

El caso más habitual en este sentido es aquel en que el asesor presta sus servicios de forma simultánea a los emisores de las acciones en materia de gobierno corporativo y a los inversores institucionales en lo relativo a las recomendaciones sobre el sentido del voto. En estos supuestos, los lazos que se tienen con el consejo de administración, que al final también reportan importantes ingresos para los asesores de voto, pueden empujar al asesor a emitir recomendaciones que favorezcan los intereses de los administradores de la sociedad.

En casos extremos, se le plantean al asesor situaciones conflictivas en las que, por solicitud expresa de la entidad emisora, colaboran en la elaboración de propuestas para las juntas de accionistas para después, por contravenir los intereses de los inversores, asesorar a estos votar en contra de la medida. No habiendo regulación que dirima qué cauce de actuación debe seguir el asesor en estas situaciones, al final habrán de guiarse por su buena fe.

La imparcialidad del criterio de los asesores de voto al emitir sus recomendaciones puede verse cuestionada en pluralidad de escenarios, tal y como denuncia el comité de expertos de la CNMV en el informe que señalamos en la introducción:

1. El riesgo de auto revisión antes señalado: es posible que una rama filial de la empresa se encargue del asesoramiento en materia de gobierno corporativo, y que la matriz, encargada de asesoramiento de voto a inversores institucionales, considere que el sentido de voto más favorable para el inversor sea contrario a las propuestas de la sociedad emisora, que vino condicionada por la aprobación de la filial.
2. Integración de la empresa dedicada a las recomendaciones de voto en grupos empresariales en los que los intereses de la matriz no coincidan con la teórica independencia e imparcialidad de la sociedad asesora de voto.

3. Intereses personales de los miembros de la sociedad de asesoramiento de voto en la entidad emisora, que contaminen su juicio. Por ejemplo, esto ocurriría cuando el grupo encargado del asesoramiento de voto tuviera acciones de la entidad emisora.
4. Conflictos de interés cuando la sociedad emisora tenga participación en el capital social de la sociedad de asesoramiento de voto.

6.2. Baja calidad de las recomendaciones

Es común, en especial en relación con clientes con menor presupuesto, que el asesor de voto emita un informe partiendo de una serie de variables generales, y recomiende un sentido de voto que no considera las particularidades y singularidades de la sociedad emisora, lo cual deriva en que sus análisis adolezcan de imprecisiones o no consideren factores fundamentales en la calificación de la sociedad.

La manifestación más importante de este problema se encuentra en las recomendaciones estandarizadas, que se emiten a clientes menores que no tienen presupuesto para asumir las cantidades que las multinacionales pagan a los asesores de voto. En estas recomendaciones, el asesor de voto automatiza su análisis ciñéndose a una serie de variables de control predeterminadas, y emite una recomendación u otra partiendo de los resultados de las observaciones realizadas en este sentido. Todo ello sin entrar en que, en muchos casos, se plantea que la cualificación profesional de los asesores puede ser insuficiente para cubrir de forma satisfactoria variables concretas de algunos sectores en los que operen las sociedades analizadas.

Es lógico que el escenario ideal para evitar que suceda esto es prohibir la emisión de recomendaciones predeterminadas, e imponer que los análisis que derivan en el informe final sean pormenorizados. Las principales empresas de asesoramiento de voto, con *Glass Lewis & Co* a la cabeza, rechazan la veracidad de estas afirmaciones, y arguyen que las políticas de variables predeterminadas para los análisis estandarizados se actualizan de forma regular y se centran en ámbitos territoriales concretos.

Aparte de que las recomendaciones pueden adolecer de errores e imprecisiones, la falta de transparencia de las políticas que siguen los asesores de voto para realizar sus análisis son un factor clave para evitar que se pueda criticar una parte concreta del análisis del asesor. Múltiples autores, como Rafael García de Diego (Consejero de Administración de Red Eléctrica), afirman que una de las prioridades para la futura regulación de esta institución es “seguir profundizando en la publicidad y transparencia de los informes especialmente con la finalidad de permitir a los emisores presentar observaciones y corregir

la información errónea que, en ocasiones, contienen estos informes”²³. A esta transparencia también ha hecho referencia uno de los pocos cuerpos legislativos que han regulado la figura de los asesores de voto, la Directiva 2017/828, de la que hablaremos en el apartado de legislación.

Se postula la posibilidad de que, a expensas de que haya regulación que imponga deberes de análisis pormenorizados que den una base sólida a las recomendaciones, los códigos de conducta de los asesores de voto profundicen en los diálogos con las sociedades emisoras: después de recabar la información, y antes de emitir el informe definitivo, el asesor enviaría un borrador a la sociedad emisora, para que ésta corrigiera posibles imprecisiones o errores relativos a la información en la que se basa para emitir unas conclusiones u otras.

El informe de la CNMV mencionado en apartados anteriores también ha confirmado que los asesores de voto, particularizando su relevancia en empresas españolas, muchas veces tienen un conocimiento limitado de la realidad jurídica y económica en la que se desenvuelven las empresas, lo cual deriva en una inevitable reducción de la calidad de sus recomendaciones. Da un paso más allá, al afirmar que muchas veces es el desconocimiento de la regulación sectorial lo que ocasiona la emisión de informes deficientes. En este sentido, pone el ejemplo de un caso en que se censuró a una sociedad por no individualizar las faltas de asistencia de consejeros a las reuniones del consejo de administración: *“Ante la contestación por parte de la sociedad de que el Código Unificado español se refiere únicamente al dato agregado y de que el formulario normalizado del informe anual de buen gobierno solo permite introducir ese dato agregado, el proxy advisor replicó que “su interpretación” del Código Unificado era la correcta”*.

De hecho, en esta materia este informe también nos proporciona información relativa a la transparencia y, en este sentido, aparte de dar relieve a la falta de contactos formales entre el asesor de voto y el emisor, que ya hemos señalado con anterioridad, también pone énfasis en que debería regularse la publicación de información sobre políticas de voto de los asesores de voto, puesto que así podría conocerse qué criterios utilizan estos operadores para emitir las recomendaciones en un sentido u otro, eliminando una parte importante del ocultismo que rodea al modo de operar de estas empresas.

²³ Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa: “Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones”. Disponible en: https://www.fidefundacion.es/Los-Proxy-Advisors-asesores-de-voto-su-influencia-problemas-y-soluciones_a498.html [Consulta: 30/04/2019]

Para terminar con la explicación de este problema, hemos de destacar una vertiente del mismo: los asesores de voto no emiten sus recomendaciones concediendo tiempo suficiente a las entidades emisoras para amoldar sus propuestas o corregir problemas, y ello deriva en decisiones que contravienen los intereses de la compañía y, en consecuencia, su sostenibilidad futura.

Cuando a las emisoras se les cuestiona sobre la frecuencia con que los asesores de voto no emiten sus informes con antelación suficiente para corregir estos problemas, éstas señalan que la principal empresa del mercado, ISS, en el 37% de los casos emite sus recomendaciones adversas a sus propuestas sin conceder nada de tiempo para corregirlas²⁴.

Este “subproblema” se encuadra en la falta de diálogo institucionalizado entre los asesores de voto y el resto de agentes del mercado. Ya sea en códigos de conducta o en regulación estatal, resultaría conveniente que se impusieran al asesor de voto deberes de hacer públicos los diálogos que tengan con otros operadores del mercado, lo cual no solo derivaría en que su actividad fuera más transparente, sino en que además las consecuencias negativas que algunas recomendaciones pueden generar podrían ser paliadas o incluso evitadas por la posibilidad de dichos operadores de mercado de reaccionar a ellas.

6.3. Ausencia de riesgo y de responsabilidad

Ya en la introducción se planteaba la trascendencia fáctica que las recomendaciones de los asesores de voto tenían en el resultado final de las votaciones en la junta general. La cuestión es que, ante la falta de regulación de la figura de los *proxy advisors*, independientemente de lo positiva o negativa que sea la influencia de sus recomendaciones, no tienen que asumir ningún tipo de responsabilidad por un asesoramiento deficiente. De hecho, el único sujeto que se verá afectado por el cambio negativo en la marcha de la sociedad será el inversor, el sujeto titular del riesgo económico, dejando al asesor indemne a pesar de ser, en muchos casos, responsable directo de la mala marcha de la sociedad emisora.

²⁴ ACCF (2018): “New Report Highlights Impact & Extent of Flawed Proxy Advisor Recommendations”. Disponible en: accf.org/2018/10/29/new-report-highlights-impact-extent-of-flawed-proxy-advisor-recommendations/ [Consulta: 30/04/2019]

A diferencia de los asesores de voto, otros operadores del mercado sí han visto sancionada su responsabilidad ante situaciones de prestación de servicio deficiente, como ocurrió con las agencias de rating a nivel comunitario con la aprobación del Reglamento 462/2013, que modifica un Reglamento de 2009 sobre las agencias de calificación.

En vista de que plantear responsabilidad civil frente a la sociedad en su conjunto se postula como una tarea complicada, autores como Ascensión Gallego²⁵ afirman que la mejor vía para atribuir responsabilidad a estos agentes es por vía extracontractual, si bien incluso en este escenario sería difícil acotar la responsabilidad. Más allá de que puede argüirse que las recomendaciones del asesor de voto, como opiniones que son (aun siendo procedentes de un profesional), quedarían al margen de responsabilidad por articulación del derecho de libertad de expresión, es muy difícil establecer una causalidad directa entre la recomendación del asesor y los perjuicios ocasionados por los votos emitidos en la línea de ésta. Es especialmente complejo establecer la causalidad si tenemos en cuenta que los últimos decisores no son los asesores de voto, independientemente de la relevancia que sus recomendaciones tienen para la toma de la decisión.

En mi opinión, la posible responsabilidad para la sociedad no puede regularse con seguridad, por los motivos antes explicados, pero sí considero que el establecimiento de códigos de conducta sometidos a previa aprobación legal que incluyeran las pautas de conducta de los asesores y los métodos de los que éstos se sirven para desarrollar sus recomendaciones sí podrían evitar daños gratuitos en gran medida.

Por otro lado, la cuestión de la responsabilidad también puede plantearse en relación con los clientes, pero en muchos casos resulta, del mismo modo, quimérica. Por ejemplo, no parece que las recomendaciones estandarizadas que se desarrollaron en puntos anteriores puedan derivar en el surgimiento de responsabilidad por el simple hecho de que la recomendación no sea personalizada.

²⁵ Gallego Córcoles, A., op. cit., p. 125

Además, no se puede desligar esta falta de responsabilidad de la baja calidad de las recomendaciones de los asesores de voto²⁶: dado que no hay repercusiones legales negativas cuando un informe es deficiente o adolece de errores o imprecisiones, no existe un sistema de control legal que obligue a los asesores a trabajar con unos estándares de calidad coherentes con la importancia fáctica de sus servicios. Y no podemos tampoco descartar en este sentido que, en la mayoría de los casos, los clientes de los asesores de voto son inversores institucionales y, en concreto, los asesores de inversión que actúan en su representación también son profesionales del mercado, con cualificación suficiente para ejercer una labor crítica sobre los informes emitidos por los asesores de voto y no guiarse ciegamente por el sentido que éstos sugieren en sus recomendaciones.

Sobre esta cuestión también se han pronunciado diferentes autores como Jesús Quijano, catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Valladolid, que destaca la imposibilidad del establecimiento de responsabilidad legal de los asesores de voto en la actualidad por la no concurrencia de dos factores²⁷: falta de una *lex artis* que dirima cuáles son los procesos concretos que deben seguir estos profesionales para operar de forma correcta en el mercado y desarrollo de un proceso probatorio que permita acreditar la relación de causalidad señalada en párrafos anteriores.

7. REGULACIÓN DE LA INSTITUCIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO

7.1. Escasa normativa: Directiva de Implicación de Directivos y el *Proxy Advisory Reform Act*

La creciente importancia de los asesores de voto ha llamado la atención de los legisladores internacionales que, por el momento, no han dado con una fórmula unificada de regulación que se haya trasladado a los ordenamientos nacionales de cada Estado.

²⁶ Klöhn, L. y Schwarz, P. (2013): “The Regulation of Proxy Advisors”, *Capital Markets Law Journal*, p. 9

²⁷ Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa, “Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones”. Disponible en: https://www.fidefundacion.es/Los-Proxy-Advisors-asesores-de-voto-su-influencia-problemas-y-soluciones_a498.html [Consulta: 01/05/2019]

Hasta que cada ordenamiento desarrolle una legislación en la materia, una alternativa provisional es la utilización de los códigos de conducta para guiar el comportamiento de estos agentes en el tráfico jurídico, cuestión que desarrollaremos en otro apartado.

Los pocos avances que ha habido en este campo han sido impulsados principalmente por la SEC, que poco a poco ha ido publicando reglas de actuación variadas. Un ejemplo de ellos se encuentra en su proyecto de regulación (*Concept Release on the U.S. Proxy System*) que, en 2010, impuso el deber “de llevar a cabo una investigación razonable que permita verificar que sus recomendaciones no están basadas en información inexacta o incompleta”. A mayores, en los últimos años, los asesores de voto más importantes se han registrado de forma voluntaria ante la SEC, dando una imagen más profesional al mercado y sometándose a otras obligaciones como la inspección de sus actividades por un órgano de la SEC (*Office of Compliance Inspections and Examinations*).

Como única excepción reseñable a la falta de regulación de la institución, es de obligatoria mención el caso de India, donde se ha emitido regulación legal nacional dirigida a controlar la actividad de los asesores de voto al margen de los códigos de conducta. Representantes de la familia Gupta, una de las más ricas del país y con importante influencia en sus mercados financieros, consideran necesaria dicha regulación para hacer frente al poder desproporcionado que las entidades de asesoramiento de voto están amasando en la actualidad²⁸.

A pesar de lo anterior, tanto desde la Unión Europea como desde Estados Unidos se han desarrollado dos cuerpos legislativos que, si bien no terminan de regular la institución de los asesores de voto, marcan algunas pautas de cara a futuro desarrollo legislativo y dan comienzo a una regulación sistemática que se ocupe de las principales lagunas que en la actualidad padece la institución.

²⁸ Economic Times (2018): “Proxy advisors: boon or bane for corporate governance?” Disponible en: <https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/proxy-advisors-boon-or-bane-for-corporate-governance/articleshow/65418949.cms> [Consulta: 30/04/2019]

7.1.1. Directiva 2017/828, sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas

Para empezar, esta norma incluye, en su art. 2.g, una definición de asesor de voto: “una persona jurídica que analice, con carácter profesional y comercial, la información revelada por las empresas y, cuando sea pertinente, otra información de las empresas cotizadas, con el fin de que los inversores cuenten con información para adoptar decisiones de voto inversores facilitándoles estudios, asesoramiento o recomendaciones de voto relacionados con el ejercicio de derechos de voto”.

El apartado relevante de la Directiva es, sin embargo, el art 3 undecies, relativo a la transparencia de los asesores de voto, que reza lo siguiente²⁹: “1. 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. La información a que se refiere el presente apartado se hará pública de forma gratuita en los sitios web de los asesores de voto y será actualizada anualmente.

2. Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto, a fin de que sus clientes estén debidamente informados de la exactitud y fiabilidad de sus actividades, publiquen cada año como mínimo toda la información que figura a continuación sobre la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto:

- a) las características esenciales 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 esa función;
- d) si, y en tal caso cómo, tienen en cuenta las condiciones del mercado, jurídicas, normativas y específicas de la sociedad nacionales;
- e) las características esenciales de las políticas de voto que aplican a cada mercado;
- f) si mantienen diálogos con las sociedades que son objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con los interesados de la sociedad, y, en tal caso, su alcance y su naturaleza;
- g) la política relativa a la prevención y a la gestión de conflictos de intereses potenciales.

²⁹ BOE (2017): “Directiva 2017/828”. Disponible en: <https://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf>. [Consulta: 01/05/2019]

La información a que se refiere el presente apartado se pondrá a disposición del público en los sitios web de los asesores de voto y permanecerá disponible de forma gratuita durante un período mínimo de tres años a partir de la fecha de publicación. No será necesario presentar esa información por separado cuando ya se halle disponible por haber sido revelada en virtud del apartado 1.

3. 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.

4. El presente artículo se aplica asimismo a los asesores de voto que no tienen su domicilio social ni su establecimiento principal en la Unión y realizan sus actividades a través de un establecimiento situado en la Unión”.

Ahora pasamos a comentar cada apartado de este precepto, en vista de que es el primer intento real y sistematizado de regulación de los asesores de voto en nuestro ordenamiento:

- **Apartado 1:** se impone un deber de “cumplir o explicar” para la actividad de los asesores de voto con carácter general, y se hace referencia a la imposición a seguir los códigos de conducta que delimitan los cauces de actuación de la empresa de asesoramiento de voto. Este apartado puede servirnos como referencia a la hora de acotar la posible responsabilidad de los asesores de voto, en el sentido de que puede servir de base para regulaciones futuras en las que se imponga la tenencia de códigos de conducta que concreten aspectos de ética profesional y procedimentales relativos a la forma de actuar de esta institución: si no se siguen los patrones de actuación marcados por los códigos de conducta, se tiene explicar razonadamente por qué y, en caso de ser dicha justificación insatisfactoria, podría exponerse responsabilidad, en principio de carácter extracontractual, por los diferentes motivos que se explicaron en el punto anterior del trabajo.
- **Apartado 2:** se impone a los asesores de voto el deber de información sobre diferentes aspectos de su actividad (fuentes de información de sus investigaciones, características de sus políticas de voto, presencia de diálogos con las sociedades emisoras...). Uno de los problemas que la doctrina ha planteado consistentemente en los últimos años es la falta de publicidad sobre el modo de proceder de estas empresas, criticando que la calidad de su servicio es cuestionable cuando se

desconoce la veracidad de la información que recaban o cuando las políticas de voto son secretas. Empresas como Glass Lewis & Co han procurado colmar estas carencias publicando esta información en su página web, es decir, ajustándose a las exigencias de este precepto. La cuestión es que, con la entrada en vigor de este cuerpo normativo, la información brindada por las compañías deja de ser una forma de mejorar la imagen corporativa, y pasa a ser un deber impuesto a todas las sociedades de este sector, con los avances que en materia de transparencia ello implica.

- **Apartado 3:** este punto de la norma es crucial, pues trata de corregir uno de los principales problemas de la figura de los asesores de voto, los conflictos de interés. Ante la posibilidad de que la relación entre el asesor de voto con las sociedades emisoras generen conflictos que deriven en la emisión de recomendaciones basadas más en el interés personal o de un tercero más que en la utilidad del cliente, el precepto busca en este punto que, apriorísticamente, en el momento en que surja un posible conflicto que ponga en tela de juicio la calidad de la investigación o la recomendación, dicho conflicto se ponga en conocimiento de los clientes, para que éstos puedan actuar en consecuencia.
- **Apartado 4:** aquí se extiende la eficacia del precepto a entidades extracomunitarias, lo que implica que se reconoce el carácter eminentemente transfronterizo de la institución de los asesores de voto y la situación de práctico duopolio que el sector adolece en la actualidad. Sabiendo que ISS y Glass Lewis & Co controlan la práctica totalidad del mercado, ceñir la aplicabilidad de este precepto a las entidades de asesoramiento de voto domiciliadas en la Unión Europea implicaría que la mayoría de los servicios que en la práctica solicitan las empresas de la Unión no estarían condicionados por esta regulación, haciendo que el precepto resultara, en la práctica, inoperativo. Por ello, basta con que las empresas del sector tengan un establecimiento en la Unión y presten sus servicios para empresas comunitarias para que la regulación de la Directiva les sea de aplicación.

En último término, la regulación de este precepto parece apuntar a la dirección que sugeríamos en los apartados anteriores: en vista de que la exigencia de responsabilidad se antoja excesivamente compleja por la naturaleza de la actividad de los asesores de voto, lo ideal es procurar prevenir en la medida de lo posible la generación de problemas con los servicios de este agente del mercado, más que corregir.

Para ello, parece que, más que una regulación estatal extensiva que se dirija a dirimir el régimen de actuación de estas entidades, se sugiere como alternativa preferible que las propias empresas de asesoramiento de voto publiquen un código de conducta vinculante que muestre los pormenores de su actividad (políticas de voto, fuentes de acceso a la información utilizada para la elaboración de sus informes, diálogos entablados con otros agentes y conflictos de interés que puedan surgir con ellos...), y que prevenga posibles problemas como los enumerados en los puntos anteriores del trabajo, en especial la baja calidad de las recomendaciones, la falta de transparencia o la existencia de conflictos de interés que impliquen la emisión de recomendaciones no convenientes para los clientes.

¿Son estas directrices suficientes como regulación de la institución de los asesores de voto? En vista de que la Directiva parece apuntar claramente a la postura de autorregulación a través de códigos de conducta vinculantes, considero que la suficiencia o insuficiencia de dicha regulación dependerá del grado en que se resuelven los problemas que se han ido indicando a lo largo del trabajo (recomendaciones estandarizadas, conflictos de interés, comunicación y diálogo entre asesor de voto y entidad emisora...), además de cuán vinculantes son las disposiciones de los códigos de conducta (en un escenario ideal, deberían ser plenamente vinculantes, salvo en casos de fuerza mayor y con comunicación previa preceptiva que justifica los motivos del incumplimiento).

Antes de la Directiva arriba analizada, donde se detallan cuestiones de transparencia y se remiten los pormenores de la actividad a los códigos de conducta de cada empresa de asesoramiento, cabe señalar que en la Unión Europea había algunas disposiciones, aunque tímidas y de carácter nacional, que consideraban algunos de los problemas del asesoramiento en materia de voto. A grandes rasgos, se puede decir que toda la regulación se daba a partir de recomendaciones y de códigos de gobierno corporativo, entre los que señalamos:

1. Recomendación de la AMF francesa sobre las entidades de asesoramiento de voto
2. Código de gobierno externo de EFAMA
3. Código de gobierno corporativo holandés

7.1.2. *House Bill 4015: Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017*

Desde Estados Unidos, cuna de la institución de los asesores de voto, también se han ido imponiendo deberes de forma progresiva a estos agentes del mercado³⁰, pero en términos de legislación que directamente se dirija a la regulación del régimen de actuación de los asesores de voto, los avances y reformas acontecidos en los últimos años son de menor entidad que los de la Directiva que en los párrafos anteriores hemos mencionado. De hecho, esta norma se limita a señalar que las entidades del sector estarán obligadas a registrarse en el SEC (*Securities and Exchange Commission*), y a prohibir transacciones comerciales que crucen las fronteras de un Estado o involucren a más de un Estado, cuyo objeto sea el análisis, recogida de información o emisión de recomendaciones dirigidas a prestar servicios de asesoramiento de voto, cuando una empresa no esté registrada en la SEC. También se imponen otros deberes formales de designación de sujetos que acrediten las buenas prácticas de estas empresas y se prohíben prácticas abusivas. Además, la SEC emitirá un informe anual en relación con el registro de empresas como asesores de voto.

Al final, la regulación contenida en esta norma, que es el último cuerpo normativo relevante relacionado con esta institución, se limita a imponer deberes de carácter eminentemente formal, como el registro de las empresas a una comisión pública del sector financiero y las prohibiciones que se imponen ante la falta de registro. De nuevo, más que imponer un régimen de responsabilidad a estas empresas por sus malas prácticas, se busca prevenir potenciales problemas relacionados con su actividad, y se procura hacer públicas las circunstancias de empresas del sector en aras de añadir transparencia a un sector que, hasta hace poco, no tenía regulación alguna.

Como añadido a esta novedad legislativa, el resto de avances en la materia han sido protagonizadas por la SEC, que en las últimas décadas ha venido publicando informes y trabajos resaltando los conflictos de interés inherentes a la institución y dando relieve a cuestiones como la precisión o la transparencia de las recomendaciones de voto.

³⁰ U.S. Congress Gov. (2017): “H.R.4015 - Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017”. Disponible en: <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/4015>. [Consulta: 30/04/2019]

Viendo que la tendencia actual a nivel internacional es a desarrollar normativas básicas, cuyo objeto es más dar transparencia a la institución de los asesores de voto y su modo de actuar, remitiendo cuestiones más espinosas como la responsabilidad ante la emisión de recomendaciones de baja calidad a los códigos de conducta de las empresas, pasamos a valorar si es más conveniente dejar que el foco de la regulación lo mantengan los códigos de conducta o si, por el contrario, debería preconizarse la utilización de regulación nacional que dirima las cuestiones más importantes del régimen que los asesores de voto deben seguir para operar en el mercado.

7.2. Opciones de regulación legislativa: normativa estatal vs códigos de conducta

Como sugerimos en el apartado anterior, a pesar de que la institución surgió en Estados Unidos y las principales empresas dedicadas al asesoramiento de voto vienen de allí, con la aprobación de la Directiva 2017/828 la Unión Europea tomó la delantera e impuso múltiples deberes de transparencia dirigidos a evitar los problemas inherentes a la institución, como la baja calidad de sus recomendaciones o los conflictos de interés. Aun así, esta circunstancia no debería resultar sorprendente, puesto que con anterioridad la Unión Europea ya conocía este fenómeno y se planteaba qué medidas podían adoptarse a nivel comunitario para enfrentarse a sus consecuencias.

Así lo sugiere el informe de ESMA (*European Securities and Markets Authority*) de 2012³¹, donde ya se planteaban diferentes formas de regular la figura de los asesores de voto en años venideros, planteando las siguientes alternativas:

1. **No regulación comunitaria en esta etapa:** mientras en algunos mercados la industria del asesoramiento de voto ya es preeminente (Alemania, Francia...), en el resto de la Unión aún no ha alcanzado relevancia suficiente como para sugerir que su pronta regulación es imperativa. Antes de plantearse la necesidad de regulación comunitaria, debe esperarse a que, a nivel nacional o local, vayan imponiéndose estándares de gobierno corporativo que tengan en consideración la relevancia de los asesores de voto en la vida de las empresas.

³¹ ESMA (2012): “An overview of the Proxy Advisor Industry. Considerations and Possible Policy Options” Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf> [Consulta: 01/05/2019]

2. **Apoyar a los Estados miembro en su cometido de ir desarrollando estándares en el sector:** para ir adaptándose a los diferentes contextos económicos de la Unión, se favorecería que cada Estado apoyara, bien mediante regulación nacional o bien mediante la imposición de establecimiento de códigos de conducta, la regulación de los asesores de voto, mientras se fuera informando a autoridades comunitarias como la Comisión Europea o ESMA. Paralelamente, la propia Comisión Europea podría ir emitiendo recomendaciones para que los Estados tuvieran una guía a la hora de enfrentarse a la tarea de regular esta institución. Los estándares que se sugieren en esta opción no serían, en principio, vinculantes.
3. **Instrumentos de regulación comunitarios y cuasi-vinculantes:** imposición de deberes de “cumplir o explicar” a través de normas como las directivas o las recomendaciones emitidas por el ESMA al amparo del artículo 16 de su regulación orgánica. En estos casos, podrían imponerse tanto estándares para los asesores de voto como estándares para los inversores en relación con los servicios prestados por los asesores de voto. Esta alternativa tendría, además, la ventaja de que el enfoque regulatorio sería armonizador para la Unión, mientras se permite a cada Estado cierta flexibilidad para interceder en el sector.
4. **Instrumentos de regulación comunitarios vinculantes:** se traduciría en una regulación completa e imperativa que permita considerar todos los problemas asociados a la figura del asesor de voto, mediante instrumentos como los Reglamentos europeos. Este enfoque se justificaría teniendo en cuenta las lagunas presentes en la regulación en la actualidad y la creciente relevancia de los asesores de voto en el ámbito empresarial. El problema de este enfoque sería que en el estado actual de las cosas podría ser excesivo e incluso condicionar las dinámicas del sector.

Al final, se ha recurrido a la tercera opción, con una Directiva que impone deberes de transparencia, articula el principio de “cumplir o explicar”, y otorga flexibilidad a los operadores del sector para regular los pormenores de su actividad a través de los códigos de conducta. De esta manera, se obliga a los asesores de voto a cumplir unos estándares de calidad y a mostrar cómo proceden para desarrollar los informes (fuentes de información, diálogos mantenidos con la sociedad emisora...).

Hasta ahora nos hemos centrado en la regulación comunitaria, por ser la que más esclarece la situación de la transparencia de los asesores de voto, pero en este punto nos interesa tener una perspectiva general y plantearnos si realmente esta tendencia de dejar los pormenores de la regulación a los códigos de conducta o si, por el contrario, conviene pasar a la cuarta fase de regulación vinculante a nivel estatal por la capital trascendencia que los asesores de voto han adquirido en el tráfico mercantil actual.

La preconización de la autorregulación a través de códigos de conducta no solo se ha reforzado con la Directiva 2017/828, sino que además ha sido apoyada en las recomendaciones de la SEC, y ello se debe a que, al menos por el momento, se quiere preservar la autonomía de los asesores de voto. Paralelamente, se apoya que éstos poco a poco vayan publicando códigos que homogeneicen los estándares de buenas prácticas en el sector. Así lo confirma el informe del grupo de expertos de la CNMV al que hemos hecho referencia en repetidas ocasiones a lo largo del presente trabajo. Esta es la tendencia que se ha reforzado en otras figuras análogas, que en la actualidad ya no adolecen de los problemas presentes en la industria del asesoramiento de voto, como sucede con las agencias de calificación crediticia, con los analistas financieros o con los auditores externos.

A lo anterior se añade que, en un sector concentrado y oligopolístico como el del asesoramiento de voto, cualquier conato de regulación se concibe como una restricción al surgimiento de consultores alternativos en el mercado. Ahora bien, ello en ningún caso debe permitir al legislador ignorar el desarrollo de esta institución, pues aun existiendo códigos éticos, cuando las empresas de asesoría en materia de voto incurren en irregularidades en perjuicio de sus clientes, serán las autoridades nacionales las que tendrán que corregir dichas prácticas.

La imposición de normas que neutralicen los problemas inherentes a la institución, o de sanciones derivadas del incumplimiento del contenido de los códigos de conducta, permitiría evitar irregularidades. A título personal, considero que en el momento actual sigue siendo conveniente continuar con la autorregulación de los códigos de conducta, pero reforzarla mediante normas como la de la Directiva 2017/828, que implementen principios básicos, en la línea de “cumplir o explicar”.

Yendo un poco más allá, aparte de esta regulación dirigida a brindar mayor transparencia sobre la actividad de los asesores de voto, también podría imponerse algún deber similar a los inversores institucionales que contratan sus servicios. Principalmente, esto se articularía imponiendo el deber de información sobre la utilización de servicios de asesoramiento de voto.

Si la utilización de este servicio se hace pública, el seguimiento ciego de las recomendaciones del asesor generaría suspicacias en el entorno del inversor, y ello le obligaría a desarrollar una labor crítica sobre el informe del asesor de voto.

En suma, considero que el cauce regulatorio que ha marcado la Directiva en el ámbito de transparencia debe ser el modelo a seguir en un corto plazo para la regulación del sector de asesoramiento de voto. Mientras el deber de “cumplir o explicar” impera en el sector, derivando en la consecuente transparencia operativa de estas empresas, las propias entidades de asesoramiento de voto emiten de forma regular códigos de conducta que se encargan de matizar cuestiones particulares de su servicio, como las políticas de voto o el origen de la información utilizada para la elaboración de sus informes.

En la actualidad y en los últimos años ya podemos tomar como referencia los códigos de conducta que han publicado las diferentes entidades de asesoramiento de voto y las recomendaciones de entidades financieras, que pueden observarse en su conjunto en la página web de Garrigues³², y entre las que podemos destacar como modelo básico de código de conducta el emitido por ISS en 2016³³, donde se desarrollan de manera pormenorizada las políticas de voto que la compañía sigue en cada una de las regiones en las que opera.

³² Garrigues: “Proxy advisors”. Disponible en: https://www.garrigues.com/es_ES/proxy-advisors [Consulta: 01/05/2019]

³³ ISS (2015): “Executive Summary: Proxy Voting Guideline Updates and Process”. Disponible en: <https://www.garrigues.com/doc/doc/executive-summary-of-key-2016-updates-and-policy.pdf> [Consulta: 01/05/2019]

Para terminar, quiero enumerar de forma sucinta alguna otra materia en la que la regulación legal podría también ganar relevancia en un futuro:

- **Concentración del sector y fomento de la competencia:** medidas en la línea del Derecho de la competencia, dirigidas a evitar los abusos de los gigantes del mercado, ISS y Glass Lewis & Co. Para permitir la entrada de otras instituciones que también desarrollen el servicio de asesoramiento en materia de gobierno corporativo, podría articularse una prohibición a prestar simultáneamente el servicio de asesoramiento de voto al inversor institucional y el de asesoramiento sobre gobierno corporativo a la sociedad que emite las acciones. De este modo, además de fomentar la competencia del sector, se ayudaría a evitar el problema de los conflictos de interés que tantos quebraderos de cabeza origina en la doctrina. Ahora bien, sería muy difícil implementar una medida de estas características por la férrea oposición que en la actualidad suponen las principales entidades de asesoramiento de voto.
- **Sistema sancionador por incumplimiento de los códigos de conducta:** cuestión interesante es considerar si, a nivel estatal o comunitario, podrían aprobarse normas en un futuro dirigidas a sancionar el incumplimiento probado del contenido de estos códigos, algo que considero enriquecería y fortalecería al sector haciendo que sus recomendaciones gocen, de forma consistente, de una calidad que pueda satisfacer las necesidades de los inversores institucionales que recurren a estos servicios. En esta línea, la creación de tribunales arbitrales ad hoc que juzguen estos incumplimientos serían una vía interesante para cumplir este cometido. El inversor institucional o cualquier otro sujeto que opere en el mercado y considere haber sufrido perjuicios por las malas prácticas del asesor de voto, tendría la posibilidad de demostrar la mala práctica del asesor y recibir, en consecuencia, la correspondiente indemnización por daños y servicios. Acudir a este tribunal sería una posibilidad que habría de recogerse como cláusula contractual, y en el proceso de arbitraje se garantizarían principios procesales como el de contradicción, audiencia...
- **Sistema de control de la actividad de los asesores de voto:** una forma de articular el control sería utilizar la fórmula propuesta por la House Bill 4015: registro preceptivo en una autoridad del mercado financiero (en Estados Unidos,

la SEC). En caso de que las entidades de asesoramiento de voto no estén inscritas, no se permitiría la prestación de servicios relacionados con el asesoramiento de voto. Añadido a ello, el organismo que se encargue del registro, de aprobarse legislación en esta línea, podría tener otras atribuciones de supervisión, que le permita analizar el cumplimiento de los códigos de conducta. De hecho, dicho organismo podría estar vinculado con el mecanismo sancionador y el sistema arbitral propuestos en los párrafos anteriores. Así se dejaría flexibilidad para la autorregulación, en un sector mucho más transparente, y se sancionarían conductas abusivas. Esta medida de supervisión coadyuvaría, además, a armonizar los diferentes niveles de regulación a los que se somete cada entidad de asesoramiento de voto derivados de las heterogéneas disposiciones que puedan contener sus códigos de conducta.

8. CONCLUSIONES

Para terminar, conviene destacar una serie de conclusiones que, a mi juicio, resultan fundamentales para entender los problemas que suscitan los asesores de voto en el contexto actual.

PRIMERA: En las últimas décadas, los asesores de voto se han venido afianzando como importantes operadores económicos. Las grandes empresas del sector se han consolidado como multinacionales con una facturación millonaria, y sus servicios, como hemos afirmado a lo largo del trabajo, en la actualidad tienen una influencia fundamental en la determinación del devenir de las sociedades emisoras de valores. Por eso, es fundamental que haya mayores esfuerzos por parte de los legisladores a nivel internacional para regular los aspectos más espinosos de la institución.

SEGUNDA: Aun siendo lógico que los clientes dispuestos a pagar un precio inferior por el servicio de los asesores de voto no reciban informes tan detallados como los que se destinan a grandes firmas, la cuestión de las recomendaciones estandarizadas, en especial en un contexto en que la responsabilidad de los asesores de voto es de muy difícil concreción, ha de ser correctamente solucionada para evitar perjuicios innecesarios a todas las partes implicadas.

Este tipo de recomendaciones corre el riesgo de ignorar variables clave en la redacción del informe y de, en consecuencia, generar perjuicios al cliente derivados de un análisis incorrecto o insuficiente por parte del asesor de voto.

TERCERA: Independientemente del cauce de regulación que impere en un futuro (normas legales que regulen todos los aspectos controvertidos relativos a los asesores de voto, códigos de conducta vinculantes emitidos por los propios asesores...), resultaría conveniente que se impusieran mecanismos de control que aseguren una gestión activa a la imagen de la que promueve la normativa comunitaria, en el sentido de que se proscriba que los clientes sigan ciegamente las recomendaciones de los asesores de voto y no entren a valorar la adecuación de los informes o si el sentido de voto sugerido por el asesor es conveniente o no tanto para los intereses del propio inversor como para el buen funcionamiento de la entidad emisora en el largo plazo. Así, se evitaría uno de los principales problemas de la institución: el control fáctico que, según muchos autores, ejercen los asesores en la gestión de las sociedades cotizadas. En el momento en que los inversores realmente valoren si las propuestas del asesor están en la línea de sus intereses, habrá un filtro que asegure que la decisión no se corresponde plenamente con el informe del asesor sin mediar análisis alguno sobre el mismo. De nuevo, esta cuestión podrá ser evaluada de diferentes formas: a través de preceptos vinculantes impuestos directamente en códigos de conducta, con la creación de una autoridad estatal independiente que evalúe esta cuestión...

CUARTA: En relación con la conclusión anterior, cabe señalar que el afianzamiento del deber de “cumplir o explicar” que se ha impuesto en diversos ordenamientos, como el estadounidense, es un factor clave a la hora de controlar la información que el asesor de voto debe hacer pública para justificar sus actuaciones. Como profesional, debe justificar no sólo por qué actúa de una determinada manera al recomendar un sentido de voto determinado, sino también por qué se abstiene de actuar cuando lo hace. Del mismo modo, para dar mayor transparencia a las dinámicas entre los diferentes sujetos implicados, sería interesante considerar la implementación de normas o recomendaciones dirigidas a que la información que las entidades emisoras compartan con todos sus socios (ya sean o no clientes de asesores de voto) sea más completa y derive en la formación de una opinión más sólida que permita emitir votos en la junta de accionistas con conocimiento de causa, lo cual lleva a que el inversor, aparte de guiarse por el interés personal o especulativo asociado a los valores de los que es titular, también pueda valorar la sostenibilidad de la sociedad en el largo plazo a la hora de tomar sus decisiones.

QUINTA: Para garantizar que el asesor de voto emite sus informes y recomendaciones con fundamento y conocimiento de causa, el desarrollo de una comunicación fluida, transparente y completa de éste con la entidad emisora es necesario. Y este flujo de información debe desenvolverse de forma correcta en las dos direcciones, es decir, no solo la sociedad emisora debe facilitar información que permita al asesor de voto corregir imprecisiones, sino que el asesor de voto debe comunicar a la sociedad cuándo considera que propone opciones inaceptables para sus socios o que está actuando de forma que pueda perjudicar el interés económico de sus clientes como sujetos que tienen un riesgo económico derivado de la inversión.

SEXTA: Como se ha indicado reiteradamente en diferentes puntos del trabajo, al actuar como doble agente que cubre necesidades tanto de la entidad emisora como de sus socios, es habitual que se generen conflictos de interés que ponen en tela de juicio la imparcialidad de los asesores de voto a la hora de emitir sus recomendaciones, en especial partiendo del contexto de concentración del mercado de la asesoría de voto. En caso de que el criterio elegido para terminar de regular la institución de los asesores de voto sea, como sugiere la normativa internacional estudiada, el de los códigos de conducta vinculantes, será necesario éstos incluyan cláusulas preceptivas que aseguren una máxima buena fe de los asesores a la hora de prestar sus servicios. Deberán operar con total transparencia y explicar por qué actúan de un modo u otro y, para evitar perjuicios a una u otra parte, considero imprescindible que se regule un régimen de responsabilidad que persiga y sancione de forma ejemplar todo supuesto en que se descubra que el asesor de voto ha concertado algún trato que perjudique a uno de sus clientes para favorecer al otro. Toda regulación de los asesores de voto que no considere esta cuestión será manifiestamente insuficiente e insatisfactoria.

SÉPTIMA: Como se ha manifestado en el apartado de regulación, en los últimos años se han desarrollado diferentes cuerpos legislativos a nivel internacional que han tratado, si bien de forma somera y superficial, algunos de los principales problemas que plantean los asesores de voto en el tráfico jurídico y económico. Ahora bien, dicha regulación no es en absoluto suficiente para vincular a los asesores y asegurar que operan de forma óptima y transparente, sin incurrir en conflictos de interés ni otras incidencias que pongan en tela de juicio su correcto funcionamiento. Así, independientemente de que se desarrolle una regulación en la línea de la sugerida en el apartado anterior, de autorregulación vinculante a través de códigos de conducta, o que se desarrolle otra

legislación de carácter estatal que dirima cómo resolver todas las polémicas relacionadas con los asesores de voto, lo que está claro es que debe haber una regulación que configure el régimen de actuación de los asesores de voto, que considere su responsabilidad en caso de actuar de forma ilícita, y que imponga sanciones de concurrir cualquier incumplimiento. Además, sería conveniente que hubiera cooperación internacional y se impusiera un régimen armonizado, puesto que los servicios prestados por los asesores de voto tienen un carácter internacional y, de forma habitual, las contingencias surgidas en estos negocios tienen presentes algún elemento de extranjería. De imponerse la autorregulación por vía de códigos de conducta, esta armonización sería fácil de conseguir, en vista de que los dos principales operadores del mercado (ISS y Glass Lewis) acaparan la práctica totalidad de la cuota de mercado a nivel global y, como líderes indiscutibles del mismo, marcarían la pauta para el resto de empresas del sector.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS POR ORDEN DE MENCIÓN

- Bethel, J. y Gillan, S. (2002): “The impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting”, *Financial Management* n° 31, p. 30
- Belinfanti, T. (2009): “The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry”, *Faculty Scholarship at DigitalCommons@NYLS*, pp. 395-397
- Business Insider (2018): Elon Musk got booted off Tesla’s board – but some big questions still remain. Disponible en: <https://www.businessinsider.es/tesla-elon-musk-questions-remain-for-board-2018-10?r=US&IR=T>. [Consulta: 15/04/2019]
- Dubois, E. (2011): “Shareholder’s general meeting and the role of proxy advisors in France and Japan”, *Kyushu Journal of International Legal Studies*, Issue 4, p. 90.
- CNMV (2012): Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles. Disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> [Consulta: 17/04/2019]
- Políticas de voto de ISS. Disponible en: <http://www.issgovernance.com/proxy/voting>. [Consulta: 17/04/2019]
- Página web de ISS. Disponible en: <http://www.issgovernance.com/quickscore>. [Consulta: 17/04/2019]
- Choi, S., Fisch, J. y Kahan, M. (2010): “The power of proxy advisors: myth or reality?”, *Faculty Scholarship at Penn Law*. p. 331
- Gallego Córcoles, A. (2014): “Asesores de voto y el ejercicio del derecho de voto en sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho de sociedades, Monografía n° 42*, Thomson Reuters Aranzadi
- Roncero Sánchez, A. y Valmaña Ochaita, M (2005): “El alcance de la imposición por la LIIC a las instituciones de inversión colectiva del deber de asistencia y voto en las juntas generales”, *RdS*.
- Meridian Compensation Partners, LLC (2014): “SEC Staff Issues Guidance on Investment Advisers and on Proxy Advisors”, *Meridian Client Update, vol. 5, issue 10, 2014*. Disponible en: <http://www.meridiancp.com/> [Consulta: 20/04/2019]

- Portal web New York Stock Exchange (NYSE). Disponible en: http://wallstreet.cch.com/nysetools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_5&manual=/nyse/rules/nyse-rules/ [Consulta: 21/04/2019]
- Directiva 2007/36/UE, Boletín Oficial del Estado (BOE). Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2007-81261> [Consulta: 21/04/2014]
- Mateu De Ros Cerezo, R. (2011): “La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la LSC”, *Centro de Gobierno Corporativo, Serie Investigaciones y Publicaciones*.
- Autorité des Marchés Financiers (AMF, 2011): “AMF Recommendation on Proxy Advisory Firms”. Disponible en: https://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Les-recommandations-de-l-AMF-sur-les-agences-en-conseil-de-vote.html. [Consulta: 25/04/2019]
- Sánchez-Calero Guilarte, J. (2012): “La igualdad de trato de los accionistas, ¿un principio general?” *Revista de Derecho de sociedades*, n° 34, p. 28
- ACCF (2018), “New Report Highlights Impact & Extent of Flawed Proxy Advisor Recommendations”. Disponible en: accf.org/2018/10/29/new-report-highlights-impact-extent-of-flawed-proxy-advisor-recommendations/ [Consulta: 25/04/2019]
- CNBC (2018): “A congressman calls these Wall Street proxy advisory firms 'Vinny down the street' for their power to pressure companies”. Disponible en: <https://www.cnbc.com/2018/06/28/a-congressman-calls-these-wall-street-proxy-advisory-firms-vinny-down.html> [Consulta: 25/04/2019]
- Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa: “Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones”. Disponible en: https://www.fidefundacion.es/Los-Proxy-Advisors-asesores-de-voto-su-influencia-problemas-y-soluciones_a498.html [Consulta: 30/04/2019]
- ACCF (2018): “New Report Highlights Impact & Extent of Flawed Proxy Advisor Recommendations”. Disponible en: accf.org/2018/10/29/new-report-highlights-impact-extent-of-flawed-proxy-advisor-recommendations/ [Consulta: 30/04/2019]

Klöhn, L. y Schwarz, P. (2013): “The Regulation of Proxy Advisors”, Capital Markets Law Journal, p. 9

Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa, “Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones”. Disponible en: https://www.fidefundacion.es/Los-Proxy-Advisors-asesores-de-voto-su-influencia-problemas-y-soluciones_a498.html [Consulta: 01/05/2019]

Economic Times (2018): “Proxy advisors: boon or bane for corporate governance?” Disponible en: <https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/proxy-advisors-boon-or-bane-for-corporate-governance/articleshow/65418949.cms> [Consulta: 30/04/2019]

BOE (2017): “Directiva 2017/828”. Disponible en: <https://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf>. [Consulta: 01/05/2019]

U.S. Congress Gov. (2017): “H.R.4015 - Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017”. Disponible en: <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/4015>. [Consulta: 30/04/2019]

ESMA (2012): “An overview of the Proxy Advisor Industry. Considerations and Possible Policy Options” Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf> [Consulta: 01/05/2019]

Garrigues: “Proxy advisors”. Disponible en: https://www.garrigues.com/es_ES/proxy-advisors [Consulta: 01/05/2019]

ISS (2015): “Executive Summary: Proxy Voting Guideline Updates and Process”. Disponible en: <https://www.garrigues.com/doc/doc/executive-summary-of-key-2016-updates-and-policy.pdf> [Consulta: 01/05/2019]