



Universidad de Oviedo
Universidá d'Uviéu
University of Oviedo

Facultad de Derecho **PCEO DERECHO/ADE**

TRABAJO FIN DE GRADO

Los asesores de voto o *proxy advisors*: un análisis de su figura, problemática y regulación

Alumno: Paula Noriega García

Convocatoria: Extraordinaria Finalización de Estudios

RESUMEN

El asesor de voto o *proxy advisor* es una figura necesaria para los inversores institucionales, que ejercen sus derechos de voto en las juntas generales de las múltiples sociedades cuyas acciones componen su cartera. En los últimos años, ha aumentado su importancia e influencia en el gobierno de las mismas, así como también han incrementado las inquietudes en el mercado en torno a su actuación. La Unión Europea abordó estas cuestiones por primera vez en la Directiva (UE) 2017/828 y en 2021 dicho marco regulatorio se transpuso al ordenamiento español con la Ley 5/2021.

Este trabajo contiene un estudio detallado de la figura de los asesores de voto, desde su origen, pasando por los servicios prestados por dichas entidades y la problemática que se vincula con los mismos y finalizando con un análisis de la regulación vigente y cómo esta aborda dichas preocupaciones.

Palabras clave: inversor institucional, gobierno corporativo, derecho de voto, asesor de voto, recomendación de voto.

ABSTRACT

Proxy advisors are necessary figures for institutional investors, who exercise their voting rights at the general meetings of the many companies whose shares make up their portfolios. In recent years, their importance and influence in the governance of these companies has increased, as well as the concerns in the markets about their performance. The European Union addressed these issues for the first time in Directive (EU) 2017/828 and in 2021 said regulatory framework was transposed into Spanish legislation with Law 5/2021.

This work contains a detailed study of the figure of proxy advisors, from its origin, through the services provided by these entities and the problems associated with them and concluding with an analysis of the existing regulation and how it addresses these concerns.

Key words: institutional investor, corporate governance, voting rights, proxy advisor, voting recommendation.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
2. ORIGEN DE LOS ASESORES DE VOTO O PROXY ADVISORS	5
2.1. EL CONCEPTO DE INVERSOR INSTITUCIONAL.....	6
2.2. EL IMPULSO DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LAS JUNTAS GENERALES DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS	7
2.3. LOS PROXY ADVISORS COMO AYUDA PARA SUPERAR LAS DIFICULTADES QUE PRESENTA EL EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO.....	13
3. EL SECTOR DE LOS PROXY ADVISORS	13
4. ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS	15
4.1. ACTIVIDAD PRINCIPAL	16
4.2. ACTIVIDADES SECUNDARIAS	18
4.2.1. SERVICIOS PRESTADOS A LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	18
4.2.2. SERVICIOS PRESTADOS A LAS SOCIEDADES COTIZADAS	20
4.3. DISTINCIÓN CON LOS PROXY SOLICITORS	21
5. INFLUENCIA DE LOS ASESORES DE VOTO Y PROBLEMAS VINCULADOS A SU FIGURA	21
5.1. INCIDENCIA PRÁCTICA DE LOS PROXY ADVISORS EN EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES	22
5.2. PROBLEMAS ASOCIADOS A LA ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS	27
5.2.1. EXISTENCIA DE CONFLICTOS DE INTERESES	27
5.2.2. AUSENCIA DE RESPONSABILIDAD DERIVADA DE LAS SITUACIONES DE CONFLICTO DE INTERESES.....	30
5.2.3. FALTA DE TRANSPARENCIA DEL ASESOR DE VOTO ACERCA DE LA FORMULACIÓN DE SUS POLÍTICAS.....	31
5.2.4. BAJA CALIDAD TÉCNICA DE LAS RECOMENDACIONES	33
5.2.4.1. APLICACIÓN DE UNA PERSPECTIVA “ONE SIZE FITS ALL” O ESTANDARIZADA EN SUS RECOMENDACIONES.....	33
5.2.4.2. COMUNICACIÓN CON LAS SOCIEDADES EMISORAS	34
5.2.4.3. FALTA DE COMPETENCIA DE LOS ANALISTAS	35
6. REGULACIÓN ACTUAL DE ESTA FIGURA.....	36
6.1. NORMATIVA SUPRANACIONAL	36
6.2. NORMATIVA NACIONAL	42
6.3. NORMATIVA NORTEAMERICANA	47
7. CONCLUSIONES	48
8. BIBLIOGRAFÍA.....	51

1. INTRODUCCIÓN

En años recientes se ha venido apreciando una mayor involucración de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas. Este incremento responde al interés del legislador por impulsar el ejercicio del derecho de voto que les corresponde a estos inversores como titulares de las acciones de las empresas. Sin embargo, el objetivo que persigue la normativa al respecto es proteger los intereses de los accionistas de este tipo de inversores. Esta mayor participación de los inversores institucionales en el gobierno de las sociedades cotizadas junto con el aumento en las últimas décadas del capital en manos de este tipo de inversores ha supuesto el fortalecimiento de su posición, aumentando su influencia y poder.

Sin embargo, dada la diversificación de las carteras de activos que los inversores institucionales gestionan, una postura más activa en las juntas de las empresas que componen las mismas ha obligado a este tipo de inversores a buscar un apoyo en el análisis de las propuestas sometidas a votación. Esta es la razón por la que surge la figura del asesor de voto o *proxy advisor*, como entidad dedicada principalmente a emitir informes y recomendaciones de voto sobre dichas propuestas, siendo los destinatarios de este servicio los inversores institucionales.

Este trabajo trata de recoger un análisis acerca de la figura del asesor de voto dado su reciente surgimiento en España y el aumento de su influencia que se viene apreciando en los últimos años en Europa. Se trata de un tipo de entidad que se encuentra actualmente en desarrollo y sobre la cual existe escasa regulación. Además, se trata de una figura que está ganando gran importancia e influencia en nuestro continente, motivo por el cual su forma de actuar ha generado preocupaciones en el mercado y se han identificado ciertos problemas vinculados a su actividad. Sin embargo, recientemente se ha aprobado la primera normativa a nivel comunitario que aborda esta figura la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, transpuesta al ordenamiento español mediante la Ley 5/2021, de 12 de abril por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Por los motivos expuestos, el objetivo principal de este trabajo es recoger un análisis profundo acerca de la figura de los proxy advisors, estudiando cuales son los servicios que

presta y los destinatarios de los mismos, así como también mostrar las implicaciones que tiene su actividad en el gobierno de las sociedades cotizadas observando cual es la influencia que ostentan en las Juntas Generales de Accionistas y las inquietudes existentes en el mercado en torno a su actividad. Por otro lado, el objetivo de este trabajo es también analizar la reciente regulación adoptada sobre los *proxy advisors* y cómo dicha regulación aborda la problemática que plantea el surgimiento y desarrollo de esta figura.

Así, este trabajo se estructura de la siguiente manera. Se comienza introduciendo el concepto de *proxy advisor* y qué motiva su existencia en el apartado “1. Origen”. Posteriormente, se dedica el apartado “2. Sector de los *proxy advisors*” a describir la situación actual del mercado de los asesores de voto. Los servicios prestados por estas entidades, tanto los principales como los secundarios se reflejan en el epígrafe “4. Actividad de los *proxy advisors*”. El apartado que sigue (número 5) está dedicado a exponer el nivel de influencia que ostentan en la actualidad los asesores de voto y a detallar la problemática asociada a los mismos. A continuación, se procede a analizar la regulación vigente, en el epígrafe 6, sobre estas entidades, comenzando por la normativa comunitaria (6.1) y su transposición al ordenamiento español (6.2), para pasar a detallar algunas previsiones de la normativa estadounidense (6.3). Para finalizar, se exponen las conclusiones extraídas de la elaboración de este trabajo en el apartado “7. Conclusiones”.

2. ORIGEN DE LOS ASESORES DE VOTO O PROXY ADVISORS

Los asesores de voto, o *proxy advisors*, son entidades que se dedican a analizar los acuerdos propuestos por los administradores de una sociedad a la junta general y a elaborar recomendaciones de voto sobre los mismos cuyos destinatarios son los inversores que han contratado sus servicios, principalmente inversores institucionales¹. En este sentido, la actividad que desarrollan sirve de apoyo a las labores de los inversores institucionales en el análisis de la información relativa a las propuestas de las juntas generales de accionistas. Tal y como se expondrá más adelante, esto otorga gran poder a la figura del *proxy advisor*. Al ser sus recomendaciones seguidas en gran medida por los inversores institucionales, acaban teniendo la posibilidad de influir en la marcha de grandes sociedades cotizadas sin participar en el capital de las mismas.

¹ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, 2016, s/p. Disponible en <https://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf> (Último acceso el 4/8/22)

El origen de los *proxy advisors* se encuentra en Estados Unidos, vinculado al concepto de “activismo” de los inversores institucionales. Conviene ahondar en la definición de esta figura para poder comprender el funcionamiento de los *proxy advisors*.

2.1. EL CONCEPTO DE INVERSOR INSTITUCIONAL

Se viene considerando inversor institucional a aquel inversor por cuenta ajena que representa los derechos de terceros, pero que es titular formal de las acciones y que puede disponer de una participación significativa de la sociedad. Los inversores institucionales son aquellos inversores caracterizados por canalizar la inversión de una pluralidad de personas, asumiendo la gestión de la misma. Se consideran como tales los fondos de pensiones, las instituciones de inversión colectiva, las entidades aseguradoras, las entidades de crédito o las sociedades de valores, que realizan habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables².

Los inversores institucionales, que gestionan una cartera de activos financieros diversificados, pueden no tener los mismos intereses que los accionistas de referencia de las empresas. Esta clase de inversores busca la liquidez y la diversificación del riesgo. En busca de esta diversificación, algo que les caracteriza es que su cartera de sociedades participadas suele ser muy variada, tanto en cuanto a sectores de actividad como a áreas geográficas³.

La liquidez de los mercados de capitales internacionales otorga gran poder a este tipo de inversores, ya que les permite deshacer posiciones rápidamente, castigando a las empresas que no cumplen con los criterios de rentabilidad y gestión que rigen en dichos mercados. Por otro lado, la búsqueda de diversificación del riesgo y de plena liquidez de los inversores institucionales da lugar a una estructura de propiedad del capital caracterizada por la dilución de sus participaciones, lo que le permite desinvertir sin comprometer la estabilidad del rendimiento de su conjunto de activos⁴.

² CNMV. Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles, 2012. Pág. 1. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (Último acceso el 11/8/22)

³ *Ibid.*

⁴ ÁLVAREZ PERALTA, N Y MEDIALDEA GARCÍA, B. “La influencia de la financiación sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales”, *Revista de Economía Mundial*, núm. 24, 2010, pág. 182. Disponible en <http://rabida.uhu.es/dspace/bitstream/handle/10272/3579/b15777911.pdf?sequence=1> (Último acceso el 24/10/22)

En las últimas décadas se ha podido apreciar en los mercados un incremento significativo del capital en manos de inversores institucionales. Entre 2007 y 2009, las participaciones en empresas cotizadas de los 50 mayores inversores institucionales crecieron de 12 a 24 billones de dólares. Se estima que a finales de 2020 el 43% de la capitalización bursátil mundial de las empresas que cotizan en bolsa estaba en manos de este tipo de inversores, lo que equivale a casi 44 billones de dólares. Uno de los principales factores a los que responde esta evolución es el notable crecimiento de los activos totales gestionados por los inversores institucionales que, en el caso de compañías aseguradoras y fondos de pensiones, han pasado de unos 27 billones de dólares a 65 en del año 2000 al 2019 y en el caso de fondos de inversión el aumento ha sido de 33 billones de dólares en ese período⁵.

2.2. EL IMPULSO DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LAS JUNTAS GENERALES DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Tradicionalmente, el comportamiento de estos inversores institucionales respecto de la actuación de los gestores sociales se ha caracterizado por su despreocupación y la pasividad en el ejercicio del derecho de voto. Se limitan a invertir y desinvertir, como he mencionado en base a criterios financieros sin implicarse en la gestión de las sociedades, una situación que perjudica a los accionistas minoristas y a las propias sociedades al dejar únicamente en manos de los administradores la marcha de las mismas⁶. El ejercicio de los derechos de voto que les confieren sus participaciones en las sociedades era vista como una actividad compleja pero poco provechosa para el inversor institucional, el cual solía no votar o votar sistemáticamente a favor de las propuestas. Con el tiempo, aunque el porcentaje de participación considerado de manera aislada continúe siendo reducido, la influencia de este bloque accionarial se ha incrementado, siendo en muchos casos decisiva, sobre todo porque en las últimas décadas la participación de estos inversores en el capital de las sociedades cotizadas ha aumentado⁷.

Esta situación ha dado lugar a que los reguladores busquen, no solo incentivar la participación de este tipo de accionistas en las juntas generales, sino que lo hagan en beneficio e interés de sus últimos beneficiarios, los partícipes del fondo. Sin embargo y como

⁵ FUKAMI, K., BLUME, D. Y MAGNUSSON, C. *Institutional investors and stewardship*. OECD Corporate Governance Working Papers No. 25, 2022, págs. 6 y 7. Disponible en <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/1ce75d38-en.pdf?expires=1667034522&id=id&accname=guest&checksum=4F17DA9DDCA1239C90028ED348F0FED8> (Último acceso el 29/10/22)

⁶ DIAZ RUIZ, E., "Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo", *Revista de Derecho Mercantil*, N° 263, 2007, p. 197.

⁷ "Documento elaborado por Grupo de Expertos...", pág. 2, Op. Cit.

veremos más adelante, el impulso de la participación de los inversores institucionales genera para ellos un aumento considerable de su volumen de trabajo, lo cual a lo largo del tiempo ha hecho surgir la figura de los *proxy advisors* como apoyo en las tareas derivadas del ejercicio del voto.

El punto de partida, como antes mencionaba, se sitúa en Estados Unidos, donde se aprueba en 1974 el *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA). Esta ley estableció estándares mínimos para el comportamiento de los gestores de fondos, en particular, en relación con el ejercicio del derecho de voto por parte de los fondos de pensiones, que debía orientarse hacia los intereses de sus últimos beneficiarios⁸.

Con posterioridad se reiteró la obligación de los fondos de inversión y de pensiones de cumplir con sus deberes fiduciarios. En 1988 la comunicación conocida como *Avon letter*, emitida por el Departamento de Trabajo de EEUU recordó a la empresa con dicho nombre sus obligaciones en relación con el fondo de pensiones de sus empleados. En concreto, declaró que el ejercicio de voto formaba parte de los deberes fiduciarios del gestor de activos, quien debía actuar con prudencia y únicamente en interés de los partícipes y beneficiarios del plan exclusivamente con el objetivo de proporcionarles beneficios, es decir, anteponiendo sus intereses a cualquier otro objetivo no compatible⁹.

Más adelante, tanto el Departamento de Trabajo como la *Securities and Exchange Commission* (SEC) se reafirmaron en la necesidad de que el derecho de voto se ejerciera con arreglo al deber de lealtad, diligencia y al estándar de un hombre prudente. Uno de los documentos donde se recogen estas obligaciones es el *Proxy Voting by Investment Advisers, Act Release 1ª 2106*, de la SEC con fecha 31 de enero de 2003, que impone una serie de requisitos a los gestores en el ejercicio de voto sin los cuales dicho acto sería fraudulento o manipulativo. Tales exigencias son la adopción de procedimientos escritos para ejercer el voto en el mejor interés de los beneficiarios, la comunicación de dichas políticas a los mismos y la facilitación de medios a los beneficiarios para que estos puedan conocer cómo el gestor ha tomado la decisión de voto. Esta comunicación descarta que los inversores institucionales infrinjan sus deberes por el simple hecho de no ejercer el derecho de voto. Sin embargo, no pueden ignorar o ser negligentes en el cumplimiento de las obligaciones asumidas.¹⁰

⁸ "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia...", Op. Cit.

⁹ SHARFMAN, B. S. *The Conflict between Blackrock's Shareholder Activism and Erisa's Fiduciary Duties*. Case Western Reserve Law Review, 71(4), 2021, págs. 1261 y 1262. Disponible en <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=asn&AN=153490603&lang=es&site=ehost-live> (Último acceso el 24/09/22)

¹⁰ SEC. Proxy Voting by Investment Advisers, Act Release 1ª 2106, 31 de enero de 2003. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm> (Último acceso el 24/09/22).

El ámbito del derecho de voto responsable de los inversores institucionales se ha ampliado con la *Dodd-Frank Act* de 2010. Esta norma establece en su sección 951 que se requiere la intervención de la junta general para aprobación de las remuneraciones de directivos en votación separada al resto de asuntos.¹¹ Anteriormente, por defecto, los accionistas no podían ejercer su derecho de voto sobre este asunto, sino que lo que debían hacer era presentar una propuesta solicitando que se celebrara una votación sobre la remuneración de los directivos en la próxima junta general de la sociedad¹². Por tanto, esta previsión impulsa aún más el activismo de los inversores institucionales, los cuales disponen de un ámbito más amplio donde ejercer su derechos de voto.

El motivo de imponer estos estándares de comportamiento es la duda existente acerca de que los inversores institucionales estén actuando realmente en interés de los suscriptores de fondos. A estos últimos les interesaría que los gestores abordaran de manera proactiva los problemas de estrategia y rendimiento de las empresas que componen la cartera pues una votación más comprometida y específica podría mejorar el rendimiento de la misma. Al contrario, desde el punto de vista del inversor institucional no existen incentivos para ejercer el derecho de voto de una manera informada y responsable ya que no sería compatible con minimizar los costes para ofrecer a los beneficiarios un rendimiento competitivamente superior. Una intervención proactiva y exitosa en las empresas que componen la cartera supone una ganancia compartida, en el sentido de que beneficiará a todos los accionistas, incluso a los competidores del inversor institucional (otros fondos de pensiones o fondos de inversión), de manera que proporciona poca ventaja competitiva a los gestores de fondos, cuyos productos y servicios se elegirán en comparación al de sus competidores.¹³

Todas estas previsiones, por tanto, tratan de lograr que el gestor, que no invierte su propio dinero sino el de sus clientes, busque maximizar la rentabilidad de los títulos más allá del corto plazo, coincidiendo con la visión a largo plazo y de protección de sus ahorros de los suscriptores de fondos. Se introduce así por primera vez el concepto de administración (*stewardship*) en la gestión de los fondos de pensiones, extendiéndose también

¹¹ Estados Unidos. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - H.R.4173 - Section 951, Pub. L. No. 111-203, 2010.

¹² BARRY, M. J. AND KAIRIS, J. C. *Shareholder Rights and Corporate Governance in the Dodd-Frank Act*, 2011, pág. 3. Disponible en <https://www.gelaw.com/ge/articles/Shareholder-Rights-Dodd-Frank.pdf> (Último acceso el 28/10/22)

¹³ GILSON, R.J Y GORDON, J. N. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, Columbia Law School, 2013, págs. 889 y 890. Disponible en https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1054&context=faculty_scholarship (Último acceso el 24/9/22)

posteriormente a la gestión de cualquier portfolio por cuenta ajena¹⁴. A pesar de que los modelos de negocio de los inversores institucionales varían individualmente, dados sus deberes fiduciarios con sus clientes y beneficiarios finales, sería razonable esperar que, al menos algunos de ellos se centraran en maximizar el valor a largo plazo y que se comprometieran con las empresas para lograr este objetivo (mediante el ejercicio responsable del derecho de voto)¹⁵.

En los distintos países de Europa también se han ido introduciendo previsiones similares en las normas y códigos de gobierno corporativo, motivados por los distintos escándalos financieros y la crisis económica. Destaca en Europa el *UK stewardship code*, un código de buen gobierno que contiene una serie de reglas no imperativas publicado por primera vez en el año 2010, el cual recoge en su principio 6 que “se espera que los gestores de fondos ejerzan sus derechos de voto en todos los mercados, a menos que sea contrario a los intereses de sus clientes”¹⁶. En el mismo sentido, la versión actualizada en el año 2012 establece que “Los inversores institucionales deben tratar de votar la totalidad de las acciones que poseen. No deben respaldar automáticamente al consejo de administración”¹⁷. Con estas previsiones, el código de buen gobierno británico busca asegurar que los inversores institucionales tomen una posición más activa en las juntas generales de las sociedades de cuyas acciones son titulares de manera que su implicación en las mismas sirva de control al gobierno corporativo, sin dejar en manos de los administradores la deriva de la empresa. Sin embargo, este activismo debe tener en cuenta los intereses de sus últimos beneficiarios, por lo que el ejercicio del derecho al voto no se puede limitar simplemente a abstenerse o a votar a favor, sino que se pretende que venga precedido por un estudio de las circunstancias y razonamiento de las consecuencias que se pueden derivar. Por ello, dicho principio 6 continúa diciendo que, en caso de no haberse llegado a una solución satisfactoria mediante el diálogo, el inversor institucional debería bien abstenerse o bien votar en contra de la propuesta.

¹⁴ EY FUNDACIÓN ESPAÑA, IE BUSINESS SCHOOL. “Relación entre las empresas emisoras y los inversores institucionales”, 2017, pág. 10. Disponible en <https://sites.ie.edu/globalcorporationcenter/wp-content/uploads/sites/157/2015/10/Informe-GCC-Relación-entre-las-empresas-emisoras-y-los-Inversores-Institucionales-REF1.pdf> (último acceso el 4/8/22)

¹⁵ “Institutional investors and stewardship...”, pág. 9, Op. Cit.

¹⁶ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, principle 6, pág. 8, 2010. Disponible en <https://www.frc.org.uk/getattachment/e223e152-5515-4cdc-a951-da33e093eb28/UK-Stewardship-Code-July-2010.pdf> (Último acceso el 25/09/22)

¹⁷ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, principle 6, 2012. Disponible en <https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-2012.pdf> (Último acceso el 25/09/22)

Otros países como Francia u Holanda también han impulsado normativas destinadas a exigir el ejercicio del derecho de voto en interés de los beneficiarios y asegurar una mayor transparencia en cuanto a las políticas de voto¹⁸.

A nivel de la Unión Europea cabe destacar el papel de la Directiva 2007/36 del Parlamento europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (en adelante Directiva 2007/36) que supuso un hito en la consolidación de los derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. La Directiva 2007/36 trató de suprimir obstáculos para el ejercicio del derecho de voto de los accionistas, especialmente a través de las normas de transparencia, los derechos de voto por representación y facilitando la emisión del mismo mediante sistemas electrónicos en las juntas, impulsando así el voto transfronterizo¹⁹. Por ejemplo, una de las previsiones que contiene es la obligación para las sociedades de anunciar la convocatoria de la junta general *“de un modo que garantice un acceso rápido y no discriminatorio a la misma”* (art 2). Por otro lado, con el objetivo de impulsar una participación activa de los accionistas, la directiva también quiere garantizar que estos tengan la posibilidad de incluir puntos en el orden del día de la junta general y de presentar proyectos de resolución por lo que, cuando alguno de estos derechos esté supeditado a una condición de participación mínima en la sociedad, esta no podrá superar el 5% del capital social (art. 6)²⁰.

Más recientemente se adoptó la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (en adelante Directiva 2017/828)²¹. Para impulsar la participación de los inversores institucionales, el legislador europeo ha optado por no obligar al ejercicio del voto sino a divulgar anualmente información sobre el comportamiento de sus derechos de voto, explicando las votaciones más relevantes, el uso de asesores de voto, el sentido de las votaciones emitidas cuando sean relevantes. A grandes rasgos son entidades aseguradoras y fondos de pensiones los inversores institucionales incluidos en la definición de los mismos de la directiva, entidades que tienen pasivos a largo plazo (como el pago de las jubilaciones de un plan de pensiones), pero que al

¹⁸ “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia...”, Op. Cit.

¹⁹ GARRIGUES. Modificación de la directiva sobre los derechos de los accionistas, *Comentario Gobierno Corporativo*, 1-2017, 2017, pág. 1. Disponible en <https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/comentario-gobierno-corporativo-1-2017.pdf> (Último acceso el 26/10/22)

²⁰ Unión Europea. Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Diario Oficial de la Unión Europea L 184, de 14 de julio de 2007.

²¹ Unión Europea. Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Diario Oficial de la Unión Europea L 132, de 25 de mayo de 2017.

delegar la administración de la inversión en gestores de activos estos se ven incentivados a conseguir rendimientos a corto plazo. Por ello, resulta especialmente relevante la inclusión de previsiones en la Directiva 2017/828 que establecen que los inversores institucionales deberán informar acerca de la coherencia entre su estrategia y el perfil y duración de sus pasivos, sobre los acuerdos con los gestores de activos y cómo se incentiva a estos para que se adapten al perfil inversor de su cliente. El legislador europeo considera que la transparencia y publicidad en las políticas de implicación e inversión y su implementación, incrementará la implicación de los inversores institucionales, así como motivará al resto de accionistas²².

En España ya existían manifestaciones de esta necesidad por impulsar la participación de los inversores institucionales con carácter previo a la directiva europea. En primer lugar, existen deberes legales recogidos por la normativa española. En particular, el art. artículo 46.1, apartado d), de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva recoge la obligación de *“ejercer todos los derechos inherentes integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales”*²³ siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos establecidos reglamentariamente relativos a la cuantía y estabilidad de la participación del fondo en el capital de la sociedad. Estos requisitos, recogidos en el artículo 115.1.i del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, son:

- i) la sociedad emisora sea española;
- ii) la participación conjunta de los fondos gestionados en la sociedad tenga una antigüedad superior a dos meses y
- iii) la participación sea igual o superior al 1% del capital de la sociedad participada.

También se prevé la obligación de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en los fondos de pensiones, en particular el derecho a ejercitar el voto en las asambleas y juntas generales, de nuevo, bajo unos requisitos de relevancia cuantitativa y carácter estable²⁴. Tanto para los fondos de pensiones como instituciones de inversión colectiva se exceptúa la obligatoriedad siempre y cuando existan motivos que lo justifiquen y los mismos se publiquen en el informe de gestión anual del fondo o sociedad gestora.

²² HERRERO MORANT, R. “Régimen jurídico de la política de implicación y de las estrategias de inversión tras la transposición al ordenamiento español de la Directiva (UE) 2017/828 (1)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N°28, Sección Estudios, Wolters Kluwer, 2021. Disponible en <https://n9.cl/fdr0l> (Último acceso el 29/10/22)

²³ España. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 265, de 05/11/2003.

²⁴ España. Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. Boletín Oficial del Estado, núm. 48, de 25/02/2004.

En segundo lugar, y en lo que respecta al *soft law*, ya el Código Unificado de Buen Gobierno de 2006 en su Anexo II recomendaba a los inversores institucionales el ejercicio “[...] de forma activa los derechos políticos de las acciones de sociedades cotizadas que posean y que informen a sus participes e inversores finales de los criterios generales que, en su caso, sigan al ejercitar tales derechos”²⁵.

2.3. LOS PROXY ADVISORS COMO AYUDA PARA SUPERAR LAS DIFICULTADES QUE PRESENTA EL EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO

El contexto regulatorio expuesto anteriormente da lugar a un activismo accionarial, una mayor participación por parte de los gestores de fondos en las juntas de accionistas de las empresas donde invierten con el objetivo de monitorizar el gobierno corporativo de las mismas para preservar así los intereses de los suscriptores²⁶.

Ahora bien, la tarea a la que se enfrentan no es sencilla: ejercer los deberes fiduciarios que les corresponden en numerosas juntas generales de accionistas en multitud de países al año, concentrándose además en un período reducido de tiempo. Por otro lado, los temas a analizar se caracterizan por su complejidad y variedad²⁷.

Emitir un voto informado implica una serie de costes de búsqueda y análisis de la información disponible para el inversor institucional, lo que hace que los fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, etc. busquen un soporte externo que les asesore sobre el sentido de su voto. Así, los *proxy advisors*, habrían surgido a partir de la propia regulación, que al impulsar la actividad de los inversores institucionales en las juntas generales de accionistas, hace necesario la búsqueda de asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto²⁸.

3. EL SECTOR DE LOS PROXY ADVISORS

²⁵ CNMV, *Código Unificado de Buen Gobierno*, pág. 72, 2006. Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/~/verDoc.axd?t={8558ab19-f006-4036-aae3-a1a75705636d}> (Último acceso el 25/09/22).

²⁶ “Relación entre las empresas emisoras y...”, pág. 10, Op. Cit.

²⁷ HERNÁNDEZ GUIJARRO, L. “Qué es un proxy advisor y su impacto en las sociedades cotizadas españolas”, 2016. Disponible en <https://www.fundssociety.com/es/opinion/que-es-un-proxy-advisor-y-su-impacto-en-las-sociedades-cotizadas-espanolas> (Último acceso el 9/8/22)

²⁸ “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia...”, Op. Cit.

Para conocer más acerca de estas entidades dedicadas al asesoramiento de voto vamos a hacer primero una breve descripción de las características del mercado en el que operan, así como una recopilación de los principales *proxy advisors* tanto a nivel mundial como en Europa y España.

El mercado de los *proxy advisors* se caracteriza por una alta concentración. Las dos principales entidades dedicadas a prestar estos servicios son Institutional Shareholder Services (ISS) y Glass, Lewis & Co (Glass Lewis), entidades fundadas en EEUU en 1985 y 2003 respectivamente. Entre ambas aúnan un 97% del mercado estadounidense. En concreto ISS es la que tiene una mayor cuota de mercado, situándose esta en un 61% en Estados Unidos, mientras que la de Glass Lewis es de un 31% aproximadamente. Ambas empresas ofrecen un amplio rango de servicios, incluyendo investigación para empresas o la gestión de demandas colectivas. Sin embargo, son conocidos por sus recomendaciones de voto. Cabe destacar que ISS también presta servicios de consultoría a empresas, algo que se encuentra en el punto de mira por los potenciales conflictos de intereses que pueden surgir²⁹. A pesar de que estos datos continúan demostrando una alta concentración del mercado, el cual para muchos autores constituye un oligopolio³⁰, en la última década se ha podido observar una pérdida de cuota de mercado estadounidense por parte de ISS en favor de Glass Lewis y otros *proxy advisors* de menor tamaño pero mayor especialización³¹.

A partir del año 2000 comienzan a surgir también en Europa diversas entidades de asesoramiento de voto como Ivox (Alemania), Manifest y IVIS (Reino Unido), Proxinvest (Francia), Shareholder Support (Países Bajos), GES Investment Services y Nordic Investor Services (Suecia). Con carácter general las firmas europeas tienden a estar más especializadas en asuntos relativos a su país de origen y a trabajar más sobre la base de políticas de voto personalizadas a dichos territorios y su organización se estructura a nivel nacional. Además, su actividad suele centrarse en el asesoramiento de voto, dejando de lado otros servicios de consultoría a clientes. Por el contrario, en EEUU las entidades de *proxy advisory* tienden a tener una presencia más global y ejercen su actividad también en Europa³². A pesar de que no existe en la actualidad una medición de las cuotas de mercado a nivel

²⁹ SHAREACTION, *Another Link in the Chain: Uncovering the Role of Proxy Advisors*, 2019, pág. 4. Disponible en <https://api.shareaction.org/resources/reports/Another-Link-in-the-Chain-Uncovering-the-Role-of-Proxy-Advisors.pdf> (Último acceso el 5/9/2022)

³⁰ *Ibid.*

³¹ SHU, C., *The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*, USC Marshall School of Business Research Paper Series, 2022, pág. 9. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3614314# (Último acceso el 6/09/2022)

³² ESMA, *An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, Discussion Paper, 2012, pág. 10. Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf> (Último acceso el 6/09/2022).

europeo de las distintas firmas de *proxy advisory* presentes en Europa, en 2012 una encuesta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o ESMA por sus siglas en inglés) concluyó que ISS era el *proxy advisor* líder en Europa. Este dato es respaldado por Hitz y Lehmann, quienes concluyen para el período de 2008 a 2010 que el 61% de las sociedades cotizadas que conforman el estudio son clientes de ISS. De acuerdo con estos autores Glass Lewis sería la segunda compañía con mayor cuota de mercado también en Europa, en torno a un 34%³³. Estos datos demuestran la consolidación de ambas empresas estadounidenses en el mercado europeo, manteniendo un nivel de cuota de mercado similar al observado en su país de origen.

En el mercado español, la actividad de los *proxy advisors* se vincula principalmente a los inversores institucionales internacionales con participaciones en empresas cotizadas españolas³⁴. En nuestro país el mercado está liderado, al igual que a nivel mundial, por los dos grandes *proxy advisors*: ISS y Glass Lewis. Este último se introdujo en el mercado español a través de la compra en noviembre de 2021 de Alembeeks, firma española que operaba en nuestro país desde 2014. También hay que destacar a Corporance Asesores de Voto, un asesor de voto español fundado en 2017³⁵.

4. ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS

Los *proxy advisors* forman parte de lo que en la práctica de las juntas generales de accionistas se denomina *proxy advisory services* o servicios de asesoramiento de voto. Estos se destinan a potenciar la participación de los accionistas en las juntas generales, así como a favorecer la comunicación entre estos y las sociedades emisoras³⁶. Dentro de este grupo, la figura de los asesores de voto se corresponde con aquellas entidades cuya actividad principal consiste en la recomendación positiva o negativa acerca de diferentes aspectos en materia de gobierno corporativo, que se tratan en los distintos puntos del orden del día³⁷. En este apartado se expondrá en qué consisten, en primer lugar, las funciones que desempeñan estas

³³ HITZ, J. Y LEHMANN, N., *Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets*, European Accounting Review, 2017, pág. 11. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2624653# (Último acceso el 6/09/2022).

³⁴ “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia...”, Op. Cit.

³⁵ DOMÍNGUEZ, M. “Su negocio consiste principalmente en vender informes sobre cómo votar los distintos puntos del orden del día en las juntas. Sus grandes exponentes en España son ISS, Glass Lewis y Corporance”, *El Economista*, 2022. Disponible en <https://www.pressreader.com/spain/el-economista/20220723/281956021521766> (Último acceso el 7/09/2022)

³⁶ “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia...”, Op. Cit.

³⁷ PWC. *Proxy advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*, 2013, pág. 8. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf> (Último acceso el 10/8/22)

entidades encaminadas a emitir dichas recomendaciones de voto y, en segundo lugar, diversos servicios complementarios o adicionales a dicha actividad principal.

4.1. ACTIVIDAD PRINCIPAL

La actividad principal de estas entidades consiste, como he mencionado, en la prestación de aquellos servicios vinculados con la emisión de una recomendación de voto a favor o en contra de las propuestas de acuerdos a la JGA. Se trataría de un servicio puramente “intelectual” por el que los *proxy advisors* analizan, bajo unos estándares de gobierno corporativo establecidos y en base a información pública de la sociedad cotizada, las propuestas de acuerdo de los puntos del orden del día de la reunión, con el objetivo de, finalmente, emitir una recomendación sobre el voto. En algunos casos, los asesores podrían limitarse a emitir indicaciones sobre asuntos críticos de los temas a tratar en la junta general sin que se derive de las mismas una recomendación explícita de voto³⁸.

En el marco de esta actividad, los servicios principales que los *proxy advisors* ofrecen son tanto la elaboración de informes destinados a los inversores institucionales para facilitar el ejercicio del voto en las sociedades cotizadas, como la emisión de la propia recomendación de voto.

En particular, la retribución de los consejeros ejecutivos y altos cargos directivos es una materia en la que las recomendaciones en contra de los *proxy advisors* son especialmente activas, junto con la composición del consejo, su diversidad y capacitación y composición de las comisiones³⁹. Precisamente, en el año 2021, para las empresas del Ibex-35 el mayor número de recomendaciones en contra de los *proxy advisors* ha sido en el ámbito de las retribuciones de los consejeros. En las juntas de accionistas de las empresas que forman este índice celebradas el año pasado, las propuestas relativas a la retribución del consejo son aquellas que han recibido una mayor oposición, habiendo recibido el 48% de las mismas más del 10% del voto en contra. En 2021 las propuestas que recibieron la segunda mayor oposición fueron las relativas a la ratificación, nombramiento o reelección de consejeros⁴⁰.

³⁸ GALLEGO CÓRCOLES, A. *Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*, Aranzadi, 2014, s/p. Disponible en https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/aranz/monografias/145244968/v1/document/145247945/anchor/a-II-2-2-2-BIB_2014_7751 (Último acceso 11/8/22)

³⁹ MATEU DE ROS, R. “Crónica de la sesión los *proxy advisors*. Su influencia: problemas y soluciones”, *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, núm. 19, 2016. Disponible en https://www.smarteca.es/my-reader/SMT20073241_00000000_20160701000000190000?fileName=content%2FDFT0000243412_20170315.HTML&location=pi-3322&publicationDetailsItem=SystematicIndex (Último acceso el 11/8/22).

⁴⁰ GEORGESON Y CUATRECASAS. *El gobierno corporativo y los inversores institucionales. Preparando la Temporada de Juntas 2022*, 2022, pág. 15. Disponible en <https://www.cuatrecasas.com/resources/el-gobierno->

Respecto a la diversidad del consejo, esta es una temática en la que cada vez la comunidad inversora es más exigente y, por ejemplo, en su política de voto para el año 2022 ISS estableció que, con carácter general, votaría “en contra del presidente de la comisión de nombramientos (o de otros consejeros según el caso) si el género infra representado no alcanza el 30% (o cualquier umbral nacional más elevado), o ambos géneros no están representados en el consejo de una compañía que no sea de gran tamaño”⁴¹. En la misma línea, Glass Lewis fija un objetivo para todas las empresas del IBEX-35 e IBEX Medium Cap del 30% de consejeros con diversidad de género, de manera que recomendará votar en contra de las propuestas que no se ajusten al mismo⁴².

Respecto a la emisión de recomendación sobre el voto, debemos tener en cuenta que existen distintas posibilidades para la contratación de este servicio. Los inversores institucionales pueden contratar la opción más económica, consistente en una recomendación de voto estandarizada emitida en base a directrices de gobierno corporativo establecidas por el propio proveedor de servicios de voto en atención a su Estado de origen o en ocasiones a ciertas características del emisor. En contraposición, se pueden contratar *custom proxy advisory services*, servicios de asesoramiento personalizado que derivan en una recomendación de voto ajustada a la sociedad emisora y al perfil de cada inversor⁴³. Además, en ocasiones, los inversores institucionales desarrollan políticas propias de voto que transmiten a la entidad asesora, por lo que el sentido del voto será favorable en tanto la propuesta del Consejo de Administración se alinee con la política del inversor y no con la política del *proxy advisor*⁴⁴.

Tanto ISS como Glass Lewis ofrecen su servicios de asesoramiento con distintos niveles de customización. Por un lado, en ambos casos es posible la contratación de dicho servicio especializado y enfocado en un área temática concreta, como puede ser el medioambiente, sostenibilidad o relaciones laborales. Incluso ofrecen un asesoramiento “basado en la fe”, reconociendo el doble objetivo (económico y social) de instituciones católicas y de otras confesiones cristianas. También, ambas empresas disponen de la posibilidad de elaborar una política de voto totalmente personalizada (constituyendo por tanto

[corporativo-y-los-inversores-institucionales-620b616dc5daf245150158.pdf?v1.1.10.202201191812](https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf?v1.1.10.202201191812) (Último acceso el 26/09/22)

⁴¹ ISS. *Continental Europe. Proxy Voting Guidelines. Benchmark Policy Recommendations. 2021*, pág. 13. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf> (Último acceso el 26/09/21).

⁴² GLASS LEWIS. *Spain. 2022 Policy Guidelines*, 2021, pág. 13. Disponible en <https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2021/12/Spain-Voting-Guidelines-GL-2022.pdf?hsCtaTracking=da91f5b2-92fe-4cd9-ae4-ae0bb4fb3f8e%7Cc3144d6e-02d0-42db-aed5-f0746c67ae85> (último acceso el 26/09/22).

⁴³ “Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio...”, Op. Cit.

⁴⁴ “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia...”, Op. Cit.

un servicio de *custom proxy advisory services*) a través de la combinación de la política y valores propia del inversor junto con los conocimientos y herramientas de los analistas de los *proxy advisors* para crear una política de voto personalizada a partir de la cual estas empresas elaboran informes y emiten las recomendaciones de voto oportunas.⁴⁵⁴⁶

Las recomendaciones de voto de carácter estandarizado que emiten los *proxy advisors* se basan en políticas de voto detalladas que se desarrollan y se actualizan anualmente. El proceso que se emplea para desarrollarlas varía entre distintas firmas. Sin embargo, se pueden extraer algunos factores comunes. En primer lugar, los *proxy advisors* atenderían a la propia experiencia interna. En particular, Glass Lewis combina juicios de carácter cualitativo de los analistas de la entidad con evaluaciones cuantitativas basadas en modelos patentados por la propia firma. En segundo lugar, los *proxy advisors* obtienen feedback externo tanto de los inversores institucionales que son clientes de la firma como de las empresas. Para obtener dicha información ISS realiza encuestas anuales, organiza mesas redondas entre inversores y empresarios y tiene un periodo de 2 semanas para realizar comentarios al borrador de su política de voto⁴⁷.

Cabría añadir también que, en ocasiones, los asesores de voto llegan incluso a ejercer el mismo en nombre de los inversores institucionales, para lo que se emite un poder de representación que permite al *proxy advisor* participar en la junta general de accionistas y emitir el voto correspondiente conforme al sentido recomendado por el propio asesor. Este servicio puede ocasionar que los asesores de voto agrupen un porcentaje de participaciones significativo en las juntas generales en representación de accionistas⁴⁸.

4.2. ACTIVIDADES SECUNDARIAS

4.2.1. SERVICIOS PRESTADOS A LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Adicionalmente, las entidades de asesoramiento de voto prestan una serie de servicios complementarios a su servicio principal. Entre estos, destacan por su practicidad para el cliente aquellos denominados *proxy voting services* dirigidos a facilitar el procedimiento de voto. Se trata del desarrollo de plataformas de votación que controlan la asignación de derechos de voto en función del número de acciones que le corresponden a cada inversor

⁴⁵ www.issgovernance.com

⁴⁶ www.glasslewis.com

⁴⁷ "Another Link in the Chain: Uncovering the Role..." pág. 6, Op. Cit.

⁴⁸ "Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio...", Op. Cit.

institucional. Facilitan este proceso, desde la recepción de información o materiales relativos a la próxima reunión de la junta general hasta la emisión de las instrucciones de voto. Por un lado, el inversor dispone por orden cronológico y a través de un solo medio de toda la información relevante sobre las reuniones de las sociedades de cuyas acciones es titular⁴⁹. Por otro lado, estas plataformas de software sirven como medio para emitir el voto del accionista y aseguran que dicha instrucción se transmite correctamente y que se corresponde con su política de voto⁵⁰. Algunas de estas plataformas incluso permiten organizar y controlar los poderes de representación otorgados. Estas herramientas electrónicas de voto son de gran utilidad para aquellos inversores con carteras de valores muy diversificadas y con valores extranjeros, permitiéndoles un ahorro de costes tanto materiales como temporales⁵¹.

ISS y Glass Lewis, los dos *proxy advisor* de mayor alcance a nivel global, ofrecen este servicios a sus clientes. En el caso de ISS la herramienta de software se denomina ProxyExchange y pretende ofrecer a los cliente de dicha empresa una experiencia de voto completamente nueva y un soporte de confianza donde ejercitar sus derechos de voto de una manera rápida y segura. Dicha plataforma permite el acceso por el cliente a los informes y recomendaciones emitidos por el *proxy* e incluso a investigación llevada a cabo por terceros, así como a la información esencial sobre los próximas juntas que tendrán lugar. También facilita la monitorización de las próximas juntas. En general, es la plataforma a través de la cual el cliente accede a todos los servicios que le proporciona la firma⁵². En el caso de Glass Lewis dicha herramienta recibe el nombre de ViewPoint y es de características similares a las descritas para ISS: permite el acceso a los informes y recomendaciones de voto de este *proxy*, así como permite usar filtros personalizables para identificar las juntas o decisiones de voto más importantes y facilita el flujo de comunicación y colaboración entre el equipo del cliente y Glass Lewis⁵³. En el caso de Corporance, el *proxy advisor* español con un alcance local, no incluye un software de estas características en su oferta de servicios⁵⁴.

Las herramientas de software mencionadas constituirían el servicio estándar en materia de transmisión del voto. Sin embargo, cabe citar también que bajo la categoría de *proxy voting services* algunas entidades ofrecen un servicio post-voto, basado en la emisión de informes sobre el resultado de las votaciones una vez celebrada la junta general.

⁴⁹ *Ibid.*

⁵⁰ “Documento elaborado por Grupo de Expertos...”, pág. 6, Op. Cit.

⁵¹ “Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio...”, Op. Cit.

⁵² www.issgovernance.com

⁵³ www.glasslewis.com

⁵⁴ www.corporance.es

Finalmente, existen otros servicios adicionales ofrecidos a los inversores institucionales que no se pueden enmarcar bajo la categoría de asesoramiento de voto o facilitación del voto tales como la alerta en caso de superar los umbrales permitidos en materia de participaciones significativas y servicios para coordinar acciones judiciales colectivas⁵⁵.

4.2.2. SERVICIOS PRESTADOS A LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Cabe destacar también otro tipo de servicios prestados por los *proxy advisors* que, aun estando pensados para los inversores institucionales, generan el interés de las sociedades emisoras de valores. Se trata de la elaboración de rankings mediante los cuales se valoran y clasifican las entidades en función de la “calidad” de su gobierno corporativo. Es una herramienta que permite al inversor institucional hacer un seguimiento de aquellas sociedades que componen su cartera de valores y facilita la comparación entre unas y otras, sirviendo de apoyo a la toma de decisiones de inversión⁵⁶.

Estos rankings despiertan el interés de las sociedades cotizadas, que quieren aparecer en los mejores puestos de los mismos, lo que lleva a los *proxy advisors* a prestar también servicios a las mismas: el asesoramiento en materia de gobierno corporativo. Dicho servicio tiene la finalidad de reducir ineficiencias presentes en la gestión del riesgo empresarial por parte de las sociedades emisoras para así aumentar el valor para los accionistas. Para ello, las entidades asesoras ofrecen soporte en el diseño, gestión y valoración de programas de gobierno corporativo. En el marco de este asesoramiento se incluye en particular el análisis sobre tendencias de voto de inversores institucionales en los últimos años, información sobre aspectos de gobierno corporativo relevantes en la próxima temporada de juntas o la asistencia en la elaboración de propuestas de acuerdo que serán presentadas en la próxima junta general⁵⁷.

Una de las empresas que presta este servicio de asesoramiento a las sociedades emisoras es ISS. Esta cuestión ha suscitado numerosos debates acerca de los conflictos de intereses a los que se somete en la elaboración de sus recomendaciones, un problema que abordaré más adelante. Desde 1997, ISS dispone de una división de negocio denominada ISS Corporate Solutions (ICS) dedicada a *“ayudar a las empresas a diseñar y gestionar su gobierno corporativo y sus programas de compensación de directivos y de sostenibilidad de manera que se alineen con los objetivos de la empresa, reduzcan el riesgo y atiendan las*

⁵⁵ “Documento elaborado por Grupo de Expertos...”, pág. 6, Op. Cit.

⁵⁶ “Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio...”, Op. Cit.

⁵⁷ *Ibid.*

necesidades de una base de accionistas diversa ofreciendo los mejores datos, herramientas y servicios de asesoramiento⁵⁸

4.3. DISTINCIÓN CON LOS PROXY SOLICITORS

En la práctica algunas de la actividades mencionadas en el apartado anterior pueden solaparse con los servicios prestados por otras entidades participantes en los mercados financieros y en el funcionamiento de las juntas generales de accionistas. Es conveniente, por tanto, distinguir entre estas figuras. En particular, cabe hacer referencia a los *proxy solicitors*, entidades cuyos servicios son contratados como contrapartida a aquellos prestados por los *proxy advisors*.

La figura del *proxy solicitor* ha ido cobrando relevancia en la forma de un aliado de las sociedades cotizadas para contribuir al éxito corporativo y para movilizar el voto de las juntas de accionistas, dada la sofisticación y complejidad de las operaciones corporativas como las grandes opas o fusiones y adquisiciones⁵⁹. En primer lugar, hay que tener claro que el factor distintivo de estas entidades respecto de aquellas objeto de este trabajo es que sus clientes son las sociedades cotizadas exclusivamente. Los emisores de valores contratan las mismas con el objetivo fundamental de maximizar los resultados que estas quieren obtener. Para ello, ejercen una doble tarea. Por un lado, ayudan a la identificación y conocimiento de los accionistas de la empresa. Por otro lado, actúan como una plataforma de comunicación entre los inversores institucionales y sus clientes con el fin de favorecer el engagement⁶⁰ y el diálogo entre inversor y sociedad⁶¹. Algunas de las ventajas para las sociedades de contratar los servicios de *proxy solicitation* son el mejor conocimiento de su accionariado y sus perfiles, mejor flujo de comunicación, transmisión clara, precisa y resumida al inversor de información sobre las Juntas Generales y el impulso el voto en las mismas y mejorar las prácticas de gobierno corporativo⁶².

5. INFLUENCIA DE LOS ASESORES DE VOTO Y PROBLEMAS VINCULADOS A SU FIGURA

⁵⁸ www.isscorporatesolutions.com

⁵⁹ CASADO, R. Y DOMÍNGUEZ, M., “Quién hace ‘lobby’ para quién en ESG”, *El Economista*, 2022. Disponible en <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11880013/07/22/Quien-hace-lobby-para-quien-en-ESG.html> (Último acceso el 2/09/22).

⁶⁰ Hernández Peñasco (2016), lo define como “la implicación o involucración de los accionistas en la gestión de la compañía”

⁶¹ “Proxy advisors ¿Qué impacto tienen...”, pág. 10, Op. Cit.

⁶² “Relación entre las empresas emisoras y...”, pág. 6, Op. Cit.

La creciente importancia de la figura del asesor de voto respecto del papel de los inversores institucionales en las juntas generales ha despertado la preocupación tanto de las sociedades emisoras como de los reguladores. Algunos de los problemas que se asocian a estas figuras son los potenciales conflictos de intereses, la calidad de sus recomendaciones, la necesidad de transparencia y la ausencia de responsabilidad. Sin embargo, antes de adentrarnos en por qué y cuál es la entidad de dichos problemas, considero necesario abordar el debate existente sobre la influencia real de los *proxy advisors* en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

5.1. INCIDENCIA PRÁCTICA DE LOS PROXY ADVISORS EN EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES

Ya hemos visto lo práctico que resulta para los inversores institucionales (por el significativo ahorro de costes tanto dinerarios como temporales) el contratar los servicios de los *proxy advisors*, mediante los cuales obtienen tanto informes detallados que les permiten tomar una decisión informada en las juntas generales como recomendaciones de voto. Esto otorga notable influencia a los asesores de voto sobre las decisiones que se toman en las juntas. Sin embargo, existe otra manera, indirecta en este caso, en la que estas figuras pueden ejercer cierta influencia. Es posible que los directores de las sociedades emisoras, quienes son concededores de que sus inversores poseen información y recomendaciones ofrecidas por los *proxy advisors* y pueden seguirla, adopten ciertas decisiones o políticas que en otro caso no adoptarían por temor a la oposición de los *proxy advisors*⁶³.

El grado en el que las recomendaciones de los *proxy advisors* influyen en los inversores institucionales es complejo de medir, dado que hay que determinar si un resultado trae causa de la recomendación de un asesor de voto y no solo si existe una correlación entre ambos. La recomendación de los asesores puede ser solo uno entre los muchos factores que el inversor tiene en cuenta al emitir su voto o, por el contrario, este puede seguir a ciegas el consejo de los *proxys*. En Estados Unidos, cuna de los *proxy advisors*, existen varios estudios que han tratado de medir la relación entre los votos emitidos por los inversores institucionales y las recomendaciones de los principales asesores de voto, ISS y Glass Lewis. Sin embargo, por la dificultad de su estudio, los resultados varían. Por ejemplo, Bethel y Gillian (2002) estimaron que una recomendación negativa de ISS se asocia con una reducción de votos a favor de la propuesta de entre un 13,6% y un 20,6%, en función del asunto sujeto a votación⁶⁴.

⁶³ TUCH, A. F., *Proxy advisor influence*, 99 Boston University Law Review, 2019, pág. 1464. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3384264 (Último acceso el 8/09/22)

⁶⁴ BETHEL, J. E. Y GILLAN, S. L., "The Impact of the Institutional and Regulatory

Más recientemente, Shu concluye que, con carácter general, cuando ISS se opone a una propuesta el apoyo de los inversores a la misma se reduce en un 44% y en un 12% en el caso de Glass Lewis⁶⁵.

Existen varios motivos por los que la influencia de los *proxy advisors* es tan significativa en EEUU. En primer lugar, el ahorro de costes vinculados al ejercicio de voto para los inversores institucionales, que no necesitan obtener y estudiar información para decidir el sentido de su voto. En segundo lugar, el alto porcentaje de participaciones en sociedades cotizadas que corresponde a inversores institucionales en dicho país (entre un 60% y un 70%), el cual ha venido creciendo en las últimas décadas, impulsando así la demanda de estos servicios. En tercer lugar, se ha observado que cambios recientes en materia de gobierno corporativo han hecho que el ejercicio de voto de los inversores institucionales tenga una mayor importancia económica, lo cual incentiva el uso de recomendaciones de los *proxy advisors*. Por último, algo que incentiva a los inversores institucionales a contratar los servicios de los *proxy advisors* es la legislación. En EEUU las leyes requieren que muchos inversores institucionales cumplan con sus deberes fiduciarios y para ello optan por confiar en los asesores de voto⁶⁶.

A raíz del crecimiento de los servicios de *proxy advisory* en nuestro continente, también aquí ha surgido con fuerza el debate sobre la influencia que las entidades que prestan dichos servicios ejercen sobre la toma de decisiones de los inversores institucionales y ha despertado el interés de los reguladores. De hecho, En 2012 la Autoridad Europea de Mercados y Valores mostró su preocupación acerca de este tipo de servicios y, en particular, el poder que los *proxy advisors* podían estar adquiriendo a través de sus recomendaciones de voto. Se puso de manifiesto entonces que la gran parte de estudios al respecto se referían al mercado norteamericano y que los resultados no eran, por tanto, extrapolables al mercado europeo. En efecto, el efecto de una recomendación de voto negativa por parte de ISS y Glas Lewis resultó ser significativamente menor en las juntas de accionistas europeas. Una recomendación negativa se asocia con un 8,9% menos de apoyos por parte de los accionistas, en el caso de que provenga de ISS, y un 6,1% si proviene de Glas Lewis. Consistente con la posición líder en el mercado que ostenta ISS, así como con lo observado en EEUU, la reducción de apoyos de los accionistas en junta es más pronunciada para esta empresa que

Environment on Shareholder Voting”, *Financial Management*, 31, 2002, pág. 46. Disponible en https://www.jstor.org/stable/3666173?seq=18#metadata_info_tab_contents (Último acceso el 2/11/22)

⁶⁵ “The Proxy Advisory Industry: Influencing...”, pág. 10, Op. Cit. Este autor concluye que la diferencia entre los porcentajes de reducción del apoyo de los inversores entre ambas empresas se debe a que ISS tiene un mayor número de clientes, pero que el impacto que las recomendaciones de cada una tiene en sus respectivos clientes es similar.

⁶⁶ “Proxy advisor influence”, págs. 1467 y 1568, Op. Cit.

para su más próxima competidora⁶⁷. También parecen haberse identificado ciertos factores que moderan la influencia de los *proxy advisors*, tales como la débil regulación de protección del inversor en el país donde esté domiciliada la empresa o un mal gobierno corporativo de la misma⁶⁸.

En España también se ha venido afirmando que la influencia que ejercen los *proxy advisors* ha aumentado significativamente en los últimos años. Como punto de partida, un estudio llevado a cabo sobre sesenta inversores institucionales extranjeros presentes en las juntas de accionistas de las empresas del IBEX-35 durante la temporada de juntas de 2009, 2010 y 2011 reveló que 55 de estos inversores seguían al *proxy advisor* de mayor alcance (ISS). El 30,9% de estos 55 inversores afirmaban que sus decisiones de voto dependían en gran medida de las recomendaciones de dicho *proxy advisor*. El resto de los inversores afirmaron únicamente tomar las recomendaciones como referencia sin ser estas determinantes para emitir su voto⁶⁹. Por otro lado, el Informe sobre Consejos de administración de empresas cotizadas de 2012 de PWC, aunque reconocía la creciente influencia de los *proxy advisors*, lo situaba como grupo de interés con menor influencia en las decisiones del consejo, tras los órganos regulatorios, analistas e inversores institucionales, las agencias de rating y los medios de comunicación. Sin embargo, resalta que este grupo de interés cobra más importancia cuanto mayor es la capitalización bursátil de la compañía y el porcentaje de inversores institucionales extranjeros⁷⁰.

En base a estos datos, podríamos afirmar que, aunque ya comenzaba a desarrollarse, alrededor del año 2010 el papel de los *proxy advisors*, no preocupaba especialmente o no era tan relevante. Sin embargo, en España ha experimentado gran crecimiento y ello debido principalmente a dos factores: i) el incremento del porcentaje de capital flotante tanto en las compañías del Ibex-35 como en las del mercado continuo y ii) disminución del número de sociedades cotizadas en la que existe una persona física o jurídica que posee la mayoría de los derechos de voto.

Respecto al primero de estos factores, se recoge a continuación un gráfico que representa el porcentaje medio de capital flotante sobre el total presente en las empresas del

⁶⁷ “Empirical Evidence on the Role of Proxy...”, págs. 22 y 24, Op. Cit.

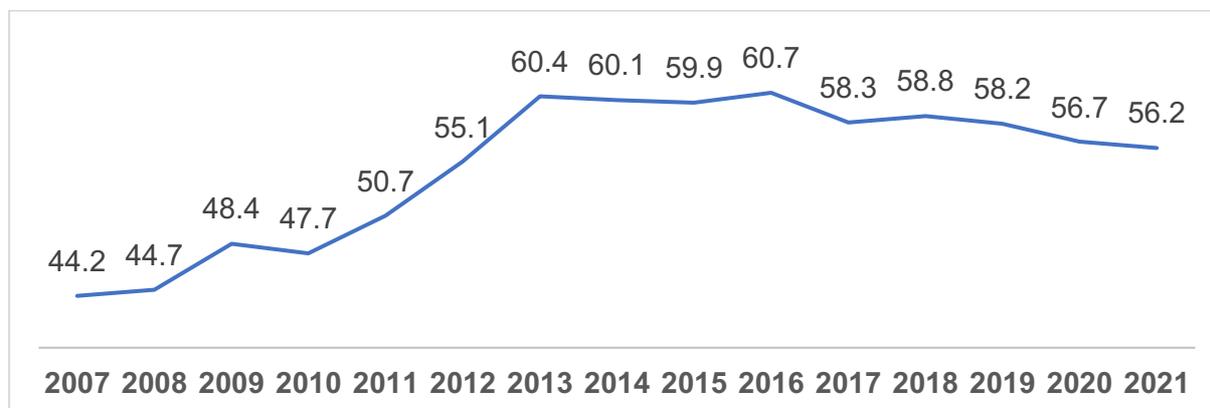
⁶⁸ “Empirical Evidence on the Role of Proxy...”, pág. 25, Op. Cit.

⁶⁹ “Documento elaborado por Grupo de Expertos...”, pág. 20, Op. Cit.

⁷⁰ PWC, *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*, 2012, pág. 39. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/auditoria/assets/consejos-administracion-empresas-cotizadas.pdf> (Último acceso el 9/10/22).

Ibex-35 desde 2009 a 2021. Podemos observar cómo experimenta gran aumento hasta el año 2013 y posteriormente se mantiene y disminuye ligeramente.

Figura 1. Capital flotante de las empresas del Ibex-35 de 2007 a 2021 (%)



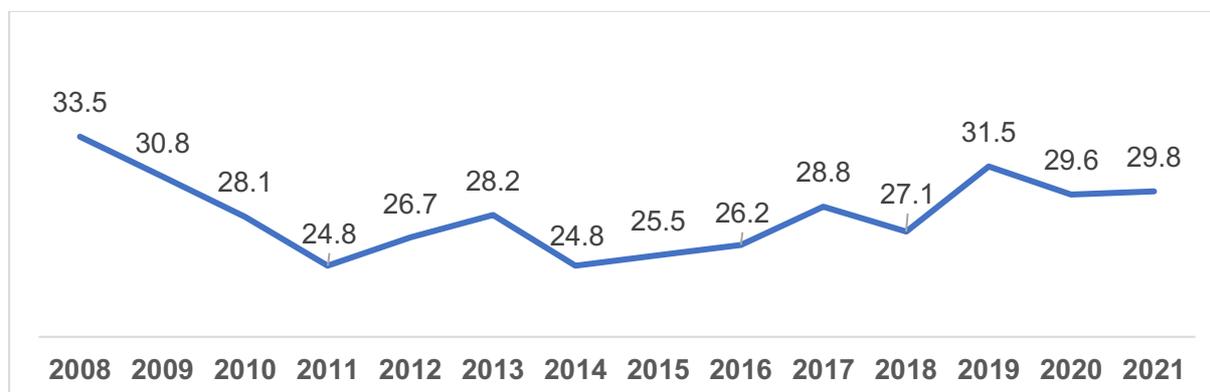
Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁷¹

El capital flotante es la parte del capital de una empresa que se encuentra en manos de pequeños inversores y que es objeto de libre negociación en bolsa, es decir, que no está controlado por ningún accionista de manera estable. El aumento de las acciones en circulación experimentado, sobre todo desde 2007 a 2016, es uno de los factores que han contribuido al aumento de los asesores de voto dado que implica menor concentración del capital de las sociedades y mayor capacidad para estas figuras de que sus recomendaciones influyan sobre las decisiones de los accionistas en las juntas generales.

En cuanto a la concentración de derechos de voto, podemos observar en el siguiente gráfico el porcentaje de empresas en las cuales la mayoría de estos son ostentados por una única persona física o jurídica. De nuevo, una disminución de este dato significa que el accionariado de las empresas cotizadas se encuentra menos concentrado, lo que puede favorecer que los accionistas busquen contratar los servicios de los *proxy advisors*. El nivel de concentración de los accionistas sufrió un gran descenso entre el año 2008 y 2014 lo que puede explicar que en años posteriores la presión ejercida por los asesores de voto en las juntas generales de accionistas haya ido en aumento.

⁷¹ CNMV, *Estadísticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Datos de las sociedades anónimas cotizadas, agregadas por sectores y grupos de capitalización bursátil*. Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/Estadisticas-GC-Cotizadas.aspx?page=0> (Último acceso vez el 9/10/22).

Figura 2. Sociedades cotizadas donde una persona, física o jurídica, posee la mayoría de los derechos de voto de 2008 a 2021 (%)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV⁷²

Muestras del incremento de la influencia de los *proxy advisors* las podemos encontrar en los resultados de ediciones posteriores del informe sobre empresas cotizadas elaborado por PWC mencionado anteriormente. En particular, el informe de 2015, tan solo tres años más tarde, situaba a los *proxy advisors* como tercer grupo de interés que ejerce mayor influencia en los consejos de administración⁷³. A partir del año 2017, PWC lleva a cabo un análisis más riguroso y estudia cuáles son aquellos temas sobre los cuales los *proxy advisors* ejercen mayor influencia. En concreto se pregunta a los consejos de administración si han tomado medidas de mejora en una serie de ámbitos, tales como la composición del consejo y su desempeño, compensación de los directivos, etc., por indicación de los *proxy advisors* o inversores institucionales. En el año 2017, la materia en la que los *proxys* ejercían mayor presión era la compensación de los directivos, sobre la cual el 50% de las empresas habían tomado medidas en respuesta a la misma⁷⁴. Dos años más tarde, a pesar de que el foco de los *proxy advisors* parece haberse situado sobre otras materias, principalmente sobre el desempeño del consejo, hay que destacar que en 6 de las 7 materias analizadas, al menos el 50% de las empresas ha implementado mejoras en base a indicaciones de los *proxy*

⁷² CNMV, *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados*. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21> (Último acceso vez el 9/10/22).

⁷³ PWC, *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*, 2015, pág. 26. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/consejos-administracion-2015-vfinal.pdf> (Último acceso vez el 9/10/22).

⁷⁴ PWC, *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*, 2017, pág. 25. Disponible en <https://www.pwc.es/es/financiero/consejos-administracion-empresas-cotizadas-2017.pdf> (Último acceso el 9/10/22).

advisors o los inversores institucionales, reflejando por tanto mayor capacidad de presión de estos grupos⁷⁵.

5.2. PROBLEMAS ASOCIADOS A LA ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS

5.2.1. EXISTENCIA DE CONFLICTOS DE INTERESES

Una de las cuestiones que cobra importancia dada la relevancia de los asesores de voto en los mercados tanto internacionales como nacional descrita en el apartado anterior, son los potenciales conflictos de intereses que pueden surgir en el desempeño de su actividad y que desvirtúan la fiabilidad y neutralidad de sus recomendaciones.

Estos posibles conflictos de intereses a los que nos referimos vienen derivados de la prestación por parte de los asesores de voto de otros servicios paralelos a su servicio principal. Tal y como hemos descrito en el apartado referido a la actividad de estas entidades, algunos *proxy advisors* prestan adicionalmente un servicio de consultoría de gobernanza corporativa a entidades emisoras de valores, al mismo tiempo que emiten recomendaciones de voto dirigidas a los accionistas de esas mismas sociedades. Dada esta situación, existe un riesgo de que el *proxy advisor* determine su recomendación de voto en una determinada dirección con el objetivo de beneficiar su propio interés o el de un tercero, posiblemente implicando un perjuicio para su cliente (el accionista/inversor institucional). Si se diera este caso, nos encontraríamos con un servicio de asesoramiento de voto contaminado por dicho conflicto de intereses⁷⁶.

Como ejemplo para entender en qué situaciones pueden generarse estos conflictos tenemos al *proxy advisor* líder en el mercado tanto internacional como europeo, ISS. Tal y como he mencionado anteriormente, esta empresa dispone de una división orientada a la prestación de asesoramiento a las sociedades emisoras en materia de gobierno corporativo. Para dicho asesor de voto, la *Government Accountability Office* (Oficina de Rendición de Cuentas del Gobierno de los EE.UU. o GAO por sus siglas en inglés), una agencia independiente que trabaja para el Congreso de EE. UU, observó en 2007 que esta situación crea una oportunidad para el *proxy advisor* de emitir recomendaciones que resulten más favorables para la sociedad a la que presta servicios en detrimento del interés del inversor

⁷⁵ PWC, *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*, 2019, pág. 38. Disponible en <https://www.pwc.es/es/financiero/descarga-consejos-administracion-empresas-cotizadas-decima-edicion.html> (Último acceso el 9/10/22).

⁷⁶ ZARZALEJOS TOLEDANO, I. "La actividad de los proxy advisors y la problemática derivada de las situaciones de conflicto de interés", *La Ley mercantil*, N.º. 37, 2017.

institucional. El informe de la GAO declara que los profesionales de la industria y los inversores institucionales entrevistados consideran al modelo de negocio de ISS como aquel con mayor potencial de albergar conflictos de intereses, dado que, por ejemplo, “ISS podría ayudar a una sociedad emisora a diseñar una propuesta de compensación de directivos para que sea votada por los accionistas y, posteriormente, hacer una recomendación a los inversores institucionales para que voten a favor de esta propuesta”⁷⁷.

Adicionalmente, existen otras situaciones que pueden dar lugar a conflictos de este tipo⁷⁸:

- Los propietarios o directivos de las empresas de *proxy advisory* pueden tener la titularidad de un interés personal significativo en la sociedad cotizada para la cual se emiten las recomendaciones de voto, por tener acciones en la misma.
- Cuando un inversor institucional ha presentado una propuesta para ser votada en la Junta General de Accionistas, los *proxy advisors* pueden tender a recomendar el voto a favor de dicha propuesta a otros clientes para beneficiar al inversor institucional que la presentó.
- Varios *proxy advisors*, como es el caso de ISS y Glass Lewis, son propiedad de empresas que prestan otro tipo de servicios financieros y que pueden tener distintos incentivos u objetivos muy distintos a los del asesor de voto.

También en el ámbito europeo, diversos organismos y autoridades han puesto de manifiesto la problemática en torno a los posibles conflictos de intereses. Podemos destacar, en primer lugar, la Comisión Europea que en su consulta de 2011 acerca del marco de gobernanza corporativa de la UE abordó, entre otros, el tema de los *proxy advisors*. En ella reconoce la influencia sustancial de los asesores de voto en las juntas de accionistas y, a raíz de la misma, recoge las inquietudes de los inversores y empresas consultadas acerca de la sujeción de los *proxys* a conflictos de intereses, los cuales pueden “surgir cuando los asesores de voto actúan también como consultores de gobierno corporativo de las empresas que reciben las inversiones, o cuando aconsejan sobre resoluciones de los accionistas propuestas por (uno de) sus clientes”⁷⁹. En 2012, la Comisión dio a conocer su opinión sobre los *proxy advisors* en un Plan de Acción que establecía las iniciativas a emprender en los ámbitos del Derecho de sociedades y gobierno corporativo, donde incluía todas las consideraciones antes

⁷⁷ GAO, *Corporate Shareholders Meetings. Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investor on Proxy Voting*, Report to Congressional Requesters, GAO-07-765, 2007, págs. 9 y 10. Disponible en <https://www.gao.gov/assets/gao-07-765.pdf> (Último acceso el 14/10/2022)

⁷⁸ “Corporate Shareholders Meetings. Issues Relating...”, págs. 11 y 12, Op. Cit.

⁷⁹ COMISIÓN EUROPEA, *Libro Verde, la normativa de gobierno corporativo de la UE*, COM (2011) 167 final, 5 de abril de 2011, pág. 17. Disponible en <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3eed7997-d40b-4984-8080-31d7c4e91fb2/language-en> (Último acceso el 15/10/22)

mencionadas, así como se comprometía a estudiar una iniciativa en 2013 “con vistas a mejorar las normas aplicables a los asesores de voto en materia de transparencia y conflictos de intereses.”⁸⁰

En segundo lugar, la Autoridad Europea de Mercados y Valores realizó una consulta pública en 2012 sobre los *proxy advisors*⁸¹ y en los resultados de la misma recoge las situaciones que potencialmente crean conflictos de intereses, coincidiendo con la visión de la GOA expuesta anteriormente. Sin embargo, añade otro escenario que da lugar a un conflicto, relativo a la posible influencia de un cliente inversor sobre las recomendaciones hechas a otros:

- Cuando presenta al asesor de voto sus propias recomendaciones sobre las propuestas de cierta junta general y el *proxy* las utiliza como base para desarrollar sus propias recomendaciones de voto con el objetivo de mantener sus relaciones comerciales con el inversor a pesar de no ser necesariamente el mejor proceder para proporcionar un asesoramiento objetivo e independiente; o
- Cuando busca a través de sus asesores de voto conseguir resultados favorables para un emisor con el que tiene cierta relación, en particular si existe una vinculación estrecha entre el *proxy* y el inversor, como puede ocurrir si este es una empresa de gestión de activos.

ISS reconoce que su modelo de negocio y su actividad pueden bien provocar conflictos de intereses reales o bien generar la percepción de que existen. Por ello ha implementado medidas para tratar de mitigar los efectos de dichas situaciones en la fiabilidad de sus recomendaciones a los inversores. Algunas de estas son la instalación de un cortafuegos o “firewall”, en el sentido de que el personal del servicio de asesoramiento de voto y el personal de consultoría están completamente diferenciados y trabajan en instalaciones distintas, las comunicaciones con las sociedades emisoras se producen únicamente desde los terminales informáticos de la división de consultoría y la información se encuentra almacenada en bases de datos distintas para evitar que se pueda tener acceso a la información acerca de los clientes corporativos. ISS también afirma alertar a sus clientes de *proxy advisory* sobre las relaciones que existen entre la empresa y los clientes de consultoría de gobernanza, pero

⁸⁰ COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*. COM (2012) 740 final, 12 de diciembre de 2012, pág. 11. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A52012DC0740> (Último acceso el 15/10/22)

⁸¹ “An Overview of the Proxy Advisory Industry...”, pág. 21, Op. Cit.

siempre asegurando que quienes elaboran los informes de voto no tengan acceso a la información⁸².

La AEMV puntualiza en su informe que hasta ese momento no existen pruebas fehacientes que demuestren hasta qué punto estos conflictos se materializan y repercuten en la objetividad del asesoramiento a los inversores, teniendo en cuenta las medidas implantadas para mitigar los conflictos⁸³. Sin embargo, posteriormente sí se ha podido demostrar que las recomendaciones de voto de ISS con posible sesgo⁸⁴ tienen consecuencias negativas reales, pues producen un efecto favorable a la sociedad emisora, en particular se han vinculado con un incremento anormal en los beneficios particulares de los directivos de las empresas, reflejado en paquetes retributivos más generosos⁸⁵.

5.2.2. AUSENCIA DE RESPONSABILIDAD DERIVADA DE LAS SITUACIONES DE CONFLICTO DE INTERESES

Derivada de los conflictos de intereses a los que pueden estar sometidas las recomendaciones emitidas por los *proxy advisors*, una de las cuestiones que señala la doctrina es la ausencia de riesgo y responsabilidad en el desempeño de su labor.

Tal y como he comentado al comienzo de este trabajo, la extensión de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales al ejercicio del derecho de voto supone que este debe hacerse de manera diligente y redundar en un mayor valor de la participación de quienes son los beneficiarios últimos del inversor institucional. El riesgo del ejercicio del voto recae en última instancia sobre los partícipes del fondo de inversión, fondo de pensiones, etc. pues son quienes sufrirán los efectos de que el voto no se ejercite de manera adecuada. Sin embargo, son los inversores institucionales, como titulares de las acciones de la entidad emisora y titulares del derecho de voto quienes ostentan la responsabilidad de su ejercicio⁸⁶. En 2011, la Autoridad de Mercados Financieros francesa emitió una recomendación sobre las firmas de *proxy advisory* en la cual afirmaba que “[...]las empresas de asesoramiento de voto no eximen de responsabilidad a sus clientes (inversores institucionales).”

⁸² ISS, *Code of ethics: Institutional Shareholder Services*, 2021, pág. 6. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/Code-Ethics-Nov-2021.pdf> (Último acceso el 15/10/22)

⁸³ “An Overview of the Proxy Advisory Industry...”, pág. 22, Op. Cit.

⁸⁴ A los efectos del estudio citado se consideran recomendaciones con posible sesgo aquellas para las cuales ISS emite una recomendación “a favor” (“en contra”) de una propuesta del Consejo de Administración (de los accionistas), pero la votación fracasa (se aprueba).

⁸⁵ LI, TAO. *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest Within the Proxy Advisory Industry*, University of Florida, 2016, pág. 29. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2828690 (Último acceso el 15/10/22)

⁸⁶ “Documento elaborado por Grupo de Expertos...”, pág. 14, Op. Cit.

En todo caso, la posible reclamación de responsabilidad del inversor al asesor de voto requeriría el incumplimiento de las obligaciones legales o de los términos pactados en el contrato por una actuación carente de diligencia, así como la existencia de un daño y la relación de causalidad. Hay que tener en cuenta, por tanto, que dependería enormemente de lo pactado en el contrato y de la existencia de un daño, algo que podría resultar discutible por la dificultad de probar un perjuicio al inversor institucional, cómo se cuantificaría este y de qué manera es atribuible al asesor de voto⁸⁷.

Por este motivo, resulta conveniente que en los supuestos donde están presentes conflictos de intereses, los *proxy advisors* aseguren la transparencia en el ejercicio de su actividad, de manera que los inversores institucionales puedan disponer de toda la información necesaria para poder emitir un juicio personal acerca de la fiabilidad de la recomendación efectuada por el asesor de voto y, en su caso, decidir apartarse de dicha recomendación⁸⁸.

Además de la transparencia como medida, parte de la doctrina considera que se deberían regular la posible responsabilidad de los *proxy advisors*, dada la sustancial influencia que tienen en el ámbito de las sociedades cotizadas, cuando su actuación no se adecúa a los principios que la rigen⁸⁹.

5.2.3. FALTA DE TRANSPARENCIA DEL ASESOR DE VOTO ACERCA DE LA FORMULACIÓN DE SUS POLÍTICAS

Otro de los aspectos que genera inquietudes respecto a la actividad de los *proxy advisors* es la falta de transparencia en torno a su actividad. Estas preocupaciones surgen respecto a las políticas de voto empleadas por los *proxy advisors* y las explicaciones acerca de la metodología, análisis o técnicas empleadas para formular las recomendaciones.

Existen dudas acerca de si los métodos que los *proxy advisors* emplean son o no los adecuados para garantizar la exactitud técnica de las recomendaciones. Solo algunos de los *proxy advisors* difunden de forma gratuita a través de sus sitios web las directrices de voto empleadas, pero con carácter general existe cierta opacidad en torno a su *modus operandi*, generando por tanto preocupación entre inversores y sociedades emisoras. La falta de

⁸⁷ “Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio...”, Op. Cit.

⁸⁸ “La actividad de los proxy advisors y la problemática...”, Op. Cit.

⁸⁹ *Ibid.*

explicación de sus fuentes impide valorar si los juicios formulados por los *proxys* son acertados y por tanto genera desconfianza en la recomendación. Parte de estas inquietudes surgen por el posible desconocimiento por parte del asesor de voto de las características nacionales y sectoriales vinculadas a las sociedades sobre cuyas propuestas emiten recomendaciones⁹⁰

Centrándonos en los principales operadores de la industria de *proxy advisory* (ISS y Glass Lewis), es cierto que publican anualmente las políticas de voto que seguirán en la temporada de juntas correspondiente. Sin embargo, no podríamos afirmar que cumplen con las expectativas de transparencia de los inversores o incluso de las sociedades emisoras que se ven afectadas por sus políticas. Partiendo de ISS, podemos observar que en su página web dispone de un apartado dedicado específicamente al proceso de formulación y aplicación de sus políticas donde afirma estar “comprometido con la franqueza y la transparencia en la formulación de sus políticas de voto y en la aplicación de estas [...]”. Respecto a la formulación de políticas dice que estas se basan en la opinión de diversos participantes en el mercado obtenida básicamente mediante encuestas a inversores institucionales y sociedades emisoras y mesas redondas con grupos de expertos de la industria. Afirma también que el borrador de la política se publica cada año y se abre un periodo de comentarios al mismo, los cuales se publican posteriormente. Sin embargo, ISS no hace mención, por ejemplo, al peso que se le otorga a la opinión de cada uno de los grupos antes mencionados en la formulación de la política⁹¹. Otro aspecto que llama la atención es el poco éxito que tienen estas encuestas entre los emisores cuyo mercado principal se encuentra fuera de EE.UU. (30% frente al 48% estadounidense)⁹², pues pone en duda la fiabilidad de las políticas de voto que ISS emite enfocadas a dichas regiones.

Por su parte, la información que publica Glass Lewis es incluso más escasa. Su página web no dispone de ningún apartado dedicado exclusivamente a la divulgación de información acerca de la formulación de políticas. Las únicas referencias a sus fuentes de información se encuentran en las propias políticas de voto emitidas, donde establece que tienen en cuenta las perspectivas de “inversores institucionales, grupos comerciales y otros participantes en el mercado”⁹³

⁹⁰ BOQUERA, J. “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828”, *Revista de Derecho Mercantil*, N.º 306, 2017. Disponible en <https://acortar.link/aiubE> (Último acceso el 16/10/22)

⁹¹ www.issgovernance.com

⁹² ISS, *2022 ISS Global Benchmark Policy Survey: Summary of Results*, octubre 2022, pág. 4. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/2022/2022-ISS-Benchmark-Survey-Summary.pdf> (Último acceso el 15/10/22)

⁹³ www.glasslewis.com

5.2.4. BAJA CALIDAD TÉCNICA DE LAS RECOMENDACIONES

5.2.4.1. APLICACIÓN DE UNA PERSPECTIVA “ONE SIZE FITS ALL” O ESTANDARIZADA EN SUS RECOMENDACIONES.

Otro de los aspectos negativos que de manera frecuente se atribuye al asesoramiento de voto y que afecta a la calidad técnica de las recomendaciones que emiten, es la aplicación de una perspectiva “one size fits all” o traje de talla única. Tal y como he mencionado anteriormente en este trabajo, los *proxy advisors* generalmente prestan un servicio estandarizado de voto y algunos de ellos, con carácter adicional, disponen de servicios de asesoramiento personalizado para el cliente en función de las necesidades del mismo o de las características del mercado y emisor. También se ha mencionado la alta concentración del sector y carga de trabajo que se acumula durante un corto periodo de tiempo, lo que haría comprensible la tendencia hacia la estandarización. Sin embargo, esta opción no es la más conveniente para asegurar un asesoramiento de calidad a los inversores y lo deseable, por el contrario, sería tomar en consideración los intereses del mismo y el sector de actividad de la sociedad emisora, su estructura de capital, la situación, estrategia o perspectivas⁹⁴.

Si bien los expertos consideran que los *proxys* no tienen en cuenta suficientemente las especialidades de los emisores y mercados locales en los que actúa comprometiendo la utilidad de las recomendaciones de voto para el inversor, estas acusaciones son rechazadas por los asesores de voto⁹⁵. Es cierto que los principales asesores de voto difunden en sus páginas web las directrices generales de voto elaboradas para ámbitos territoriales concretos. Así, tomando como ejemplo España, Glass Lewis sí dispondría de una política específica⁹⁶ pero, en el caso de ISS las directrices sobre nuestro país se enmarcarían dentro de la política elaborada para Europa Continental.⁹⁷ Sin embargo, se ha continuado considerando que la elaboración separada de estas directrices de voto no impide los criterios de buen gobierno del país de origen del *proxy advisor* acaben infundidos en las recomendaciones finales de voto emitidas para cualquier inversor presente en otro mercado que no sea ese⁹⁸.

En una entrevista a representantes de 4 de las firmas de *proxy advisory* más importantes de EEUU, afirmaron que para hacer frente a la elevada carga de trabajo durante

⁹⁴ “Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio...”, Op. Cit.

⁹⁵ “An Overview of the Proxy Advisory Industry...”, pág. 23, Op. Cit.

⁹⁶ www.glasslewis.com

⁹⁷ www.issgovernance.com

⁹⁸ “Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio...”, Op. Cit.

la temporada de juntas emplean modelos estandarizados para evaluaciones cuantitativas y cribados iniciales. Otras partes interesadas que también fueron entrevistadas (como sociedades emisoras o inversores institucionales) creen que estos métodos para solventar ineficiencias en la elaboración de informes dan lugar a que estos no reflejen adecuadamente características específicas de los emisores y el 86,5% consideran que las recomendaciones de voto de los *proxy advisors* son demasiado estandarizadas⁹⁹.

Los emisores españoles han mostrado su preocupación acerca de la divergencia entre los criterios de gobierno corporativo que sirven de guía a los *proxy advisors* internacionales y los que están vigentes en España. En particular, consideran que se estarían viendo perjudicados con las recomendaciones de voto emitidas al ser los criterios empelados más restrictivos que los aplicables en nuestro país¹⁰⁰. Un ejemplo de esta situación se plantea respecto a la duración del cargo de los administradores de las sociedades anónimas, para los cuales ISS en sus directrices de voto para Europa del año 2022 recomendaba votar en contra de una elección o reelección si el mandato superaba los 4 años¹⁰¹, mientras que la Ley de Sociedades de Capital permite plazos de duración de hasta 6 años (artículo 221)¹⁰².

5.2.4.2. COMUNICACIÓN CON LAS SOCIEDADES EMISORAS

Vinculado con la falta de asesoramiento personalizado, podemos mencionar como otro asunto que pone en duda la calidad de las recomendaciones de voto la falta de comunicación entre las firmas de *proxy advisory* y las sociedades emisoras. Esta es una cuestión muy discutida ya que de un lado, evitar comunicación alguna con las empresas cuyas propuestas se analizan con carácter previo a emitir las recomendaciones fomenta la independencia y objetividad de los asesores de voto. Sin embargo, esa falta de colaboración impide corregir los errores materiales existentes en los informes con carácter previo a su entrega al cliente inversor¹⁰³.

El Código de buen Gobierno de las sociedades cotizadas establece en su principio 4 que “*Las sociedades cotizadas deben contar con una política sobre comunicación y contactos*”

⁹⁹ HAYNE, C Y VANCE, M. *Information intermediary or de facto standard setter? Field evidence on the indirect and direct influence of proxy advisors*, The Conference Board, 2020, pág. 12. Disponible en <https://www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=20717> (Último acceso el 16/10/22)

¹⁰⁰ “Documento elaborado por Grupo de Expertos...”, pág.18, Op. Cit.

¹⁰¹ ISS. *Continental Europe: Proxy Voting Guidelines, Benchmark Policy Recommendations*, 2022, pág 32. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf> (Último acceso el 16/10/22)

¹⁰² España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, núm. 161, de 03/07/2010.

¹⁰³ “Las entidades asesoras de voto para la implicación...”, Op. Cit.

con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto [...].”¹⁰⁴ Con carácter general, las sociedades cotizadas españolas siguen esa recomendación, con el objetivo de prevenir ser criticadas por los *proxys* o que estos emitan recomendaciones en contra de sus propuestas.

En sus webs corporativas se pueden consultar dichas políticas de comunicación. Por ejemplo, Enagas establece en su política de comunicación que, con el objeto de que las recomendaciones de los asesores de voto se fundamenten en un conocimiento singularizado de la sociedad, “*mantendrá contactos habituales con aquellos con mayor presencia en el mercado a fin de darles a conocer las peculiaridades propias de la Sociedad y de su entorno*”¹⁰⁵. Por su parte Telefónica asegura que mantiene un diálogo permanente con los asesores de voto, respondiendo a sus consultas y proporcionando la información y aclaraciones *necesarias* “*a los efectos de que sus recomendaciones de voto se puedan fundar en un conocimiento real de la Sociedad y sus circunstancias*”¹⁰⁶.

Estas comunicaciones entre emisores y *proxy advisors* deben asegurar el cumplimiento del principio de igualdad de trato de todos los accionistas, recogido en el art. 97 LSC, es decir, que dos accionistas en condiciones idénticas dispongan de la misma información. El peligro reside en que los inversores institucionales, a través de sus *proxy advisors*, reciban un trato privilegiado al disponer de más información en su toma de decisiones gracias al diálogo de sus asesores con la entidad. Sin embargo, siempre que estos debates se hagan en cumplimiento de los preceptos legales, las conversaciones entre directivos y accionistas o inversores puede ser convenientes¹⁰⁷.

5.2.4.3. FALTA DE COMPETENCIA DE LOS ANALISTAS

Para asegurar un asesoramiento de voto objetivo, fiable y preciso disponer de personal capacitado es un factor clave. Los asesores de voto afirman que su personal tiene amplia experiencia en el sector y que provienen de una variedad de entornos y mercados, lo que les permite desempeñar su asesoramiento de manera adecuada. A pesar de que aseguran disponer de políticas de contratación que respaldan dichas afirmaciones existe cierta molestia

¹⁰⁴ CNMV, *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, pág. 13, 2015 (revisado en 2020). Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf (Último acceso el 16/10/22).

¹⁰⁵ ENAGAS. *Política de comunicación de información, contactos e implicación con accionistas, inversores institucionales, asesores de voto y otros grupos de interés*, 2020, pág. 12. Disponible en <https://bit.ly/3exSVql> (Último acceso el 16/10/22)

¹⁰⁶ TELEFÓNICA, *Política de comunicación de información, contactos e implicación con accionistas, inversores institucionales, asesores de voto de telefónica, S.A.*, 2020, pág. 7. Disponible en <https://www.telefonica.com/es/wp-content/uploads/sites/4/2021/10/politica-informacion-accionistas.pdf> (Último acceso el 16/10/22)

¹⁰⁷ “Las entidades asesoras de voto para la implicación...”, Op. Cit.

en torno a esta cuestión dado que las sociedades emisoras no pueden conocer con profundidad las características de dichas políticas.

Por otro lado, y como apuntaba anteriormente, constituye un reto para los *proxy advisors* hacer frente al volumen de trabajo que se concentra durante unos pocos meses al año dado el carácter estacional de la temporada de juntas generales. Con este objetivo y para reforzar sus plantillas, estas entidades contratan personal temporal o externalizan ciertas tareas para contar con los recursos humanos suficientes como para satisfacer la demanda de todos sus clientes y poder cubrir todas las juntas generales de las sociedades cuyas acciones componen sus carteras de valores. En particular, se ha afirmado que ISS recurre a la contratación temporal y a la externalización a Filipinas. Los expertos han mostrados su preocupación al respecto ya que consideran que para sustentar su modelo de negocio, basado en hacer frente a un muy elevado volumen de trabajo mediante el uso de algoritmos simplificados y estandarizados y contratos temporales o externalización, los *proxys* podrían estar comprometiendo la utilidad y precisión de las recomendaciones de voto¹⁰⁸, pues es inevitable que los informes contengan ciertos errores materiales¹⁰⁹.

6. REGULACIÓN ACTUAL DE ESTA FIGURA

6.1. NORMATIVA SUPRANACIONAL

Para hablar de la regulación de los *proxy advisors* a nivel europeo, es interesante partir de la AEVM, institución encargada de la protección de los inversores, así como de promover la estabilidad y ordenación de los mercados financieros a nivel de la UE.

A lo largo de este trabajo se ha mencionado en varias ocasiones su Discussion Paper acerca de los *proxy advisors*, emitido en marzo de 2012 en base a las respuestas obtenidas en una consulta realizada durante el verano de 2011 a representantes de *proxy advisors*, sociedades emisoras e inversores institucionales. En este documento, describe la industria de los *proxy advisors* y los problemas e inquietudes de los participantes en el mercado acerca de la actividad de los mismos. Dado que en ese momento no existía regulación alguna sobre

¹⁰⁸ ALLAIRE, I. *The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy Recommendations*, Institute for Governance of Private and Public Organizations (IGOPP), 2013, pág. 15. Disponible en <https://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4549663-176173.pdf> (Último acceso el 16/10/22)

¹⁰⁹ NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE (NIRI). *The Case for Proxy Advisor Reform*, 2018, pág. 2. Disponible en https://www.niri.org/NIRI/media/NIRI/Advocacy/NIRI-Case-Proxy-Advisor-Reform-2018_1.pdf (Último acceso el 16/10/22)

los *proxy advisors* a nivel europeo, sino que únicamente estaban vigentes ciertas normas aplicables a los inversores y estándares de gobierno corporativo a nivel nacional, decide someter a consulta cuatro posibles opciones regulatorias¹¹⁰:

1. Ninguna acción regulatoria a nivel de la UE
2. Alentar a los Estados Miembros o a la industria a desarrollar normas a nivel de la UE
3. Adoptar instrumentos normativos cuasi vinculantes a nivel de la UE
4. Adoptar instrumentos legislativos vinculantes a nivel de la UE

En base a las respuestas obtenidas a dicha consulta, el 19 de febrero de 2013, la AEVM publicó su informe final, donde establece que no ha obtenido una evidencia clara acerca de la existencia de fallos de mercado en cuanto a la interacción de los *proxy advisors* con los inversores y sociedades emisoras. Por este motivo no ve justificada la necesidad de imponer medidas regulatorias vinculantes, sino que opta por proponer la elaboración de un código de conducta de los asesores de voto a nivel europeo, proponiendo además una serie de principios que pueden servir de borrador para la elaboración del código y una guía sobre qué cuestiones abordar, en particular, los conflictos de intereses y la comunicación son las sociedades emisoras¹¹¹.

Según lo recomendado en el informe final de la AEVM, ese mismo año, seis *proxy advisors* (Glass Lewis, ISS, IVOX, Minerva Analytics, PIRC y Proxinvest) formaron un comité, denominado “*Best Practice Principles Group*” o BPPG, con el objetivo de desarrollar un código de conducta sectorial¹¹². Así, en marzo de 2014 BPPG publicó la versión final de los “*Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis*” o BPP. Esta publicación constaba de tres principios relativos a la calidad de los servicios prestados, la gestión de los conflictos de intereses y la política de comunicación con sociedades emisoras y otras partes interesadas¹¹³. La AEVM llevó a cabo una revisión de los BPP y concluyó que se ajustaban en general sus expectativas respecto a los dos principios principales que habían sugerido en el su informe final de 2013, relativos a la gestión de los conflictos de intereses y al fomento de la transparencia. Sin embargo, detecta un margen de mejora en otras áreas, por ejemplo, respecto a la divulgación de información acerca de cómo se aplican las políticas de voto.

¹¹⁰ “An Overview of the Proxy Advisory Industry...”, pág. 34, Op. Cit.

¹¹¹ ESMA. *Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*, 2013, pág. 3 Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf> (Último acceso el 22/10/22)

¹¹² www.bppgrp.info

¹¹³ ZETZSCHE, D. A. *Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis*, 2014, pág. 1. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2436066 (Último acceso el 22/10/22).

Además, aunque observa que sí se han producido cambios en el comportamiento de *los proxy advisors* firmantes respecto a la transparencia, no ocurre así en cuanto a la gestión de los conflictos de intereses y la consideración de las condiciones locales en sus recomendaciones.¹¹⁴

De manera simultánea a la publicación del *final report* de la AEVM, ya comenzaba a prepararse una modificación de la Directiva de los derechos de los accionistas que contemplaba la adopción de medidas de transparencia para los asesores de voto. Así, la Unión Europea formuló la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. En la memoria de análisis de impacto que acompañó a dicha propuesta, se señalaba que se había descartado la opción de no tomar ninguna medida a nivel de la UE, pues existía riesgo elevado de que la opción recomendada por la AEVM no fuera suficiente para hacer frente a los problemas asociados a la actividad de los asesores de voto en el mercado¹¹⁵

La propuesta se materializó en la ya citada Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. El contexto en el que se aprueba es la búsqueda de soluciones a los problemas de control y de agencia de las sociedades cotizadas, que se vieron acentuados durante la crisis de 2008. Dentro de las medidas que adopta esta Directiva, destaca el papel de los inversores institucionales, que tienen una presencia mayoritaria en los mercados a nivel global, por lo que cabe pensar que su actuación pueda afectar significativamente al gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten. Por ello, como orientación a estos inversores, incluye una serie de obligaciones de manera que incremente su participación en el gobierno de las sociedades, de cara a mejorarlo¹¹⁶.

El considerando 25 de la Directiva 2017/828 reconoce que el papel que desempeñan los asesores de voto respecto de los inversores institucionales es importante para el gobierno corporativo de las sociedades, dado que reduce los costes de análisis de la información de

¹¹⁴ ESMA, *Report: Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*, 2015, pág. 38. Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf> (Último acceso el 22/10/22)

¹¹⁵ GALLEGO CÓRCOLES, A. "Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley de modificación de la LSC y otras normas financieras". *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº27, 2020. Disponible en https://www.smarteca.es/my-reader/SMT20073241_00000000_20200701000000270000?fileName=content%2FDT0000319952_20201220.HTML&location=pi-10024&publicationDetailsItem=SystematicIndex (Último acceso el 23/10/22).

¹¹⁶ "Régimen jurídico de la política de implicación...", Op. Cit..

las sociedades, sin embargo, también señala que la influencia que pueden ejercer en el comportamiento de los inversores respecto al voto es significativa¹¹⁷. Es por ello que la directiva establece que los Estados Miembros deben garantizar que los *proxy advisors* cumplan unos estándares mínimos de transparencia.

La Directiva 2017/828 modifica el art. 1 de la directiva 2007/36 añadiendo, entre otras previsiones, que para la aplicación de las medidas de transparencia impuestas a los asesores de voto, el Estado Miembro competente será aquel en que tenga su domicilio social, y en caso de que este se encuentre en un tercer estado, entonces será aquel donde tenga su establecimiento principal o, en su defecto, un establecimiento.

El artículo más relevante a efectos de las obligaciones impuestas a los *proxy advisors* es el nuevo art. 3 undecies, titulado “*Transparencia de los asesores de voto*”. Debemos tener presente respecto al alcance de las obligaciones recogidas en dicho artículo que el apartado 4 extiende su aplicación 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*”. Este precepto introduce la aplicación de la norma de Derecho de la Unión Europea a asesores de voto de terceros estados, pues se entiende que sus actuaciones tienen un efecto directo y sustancial en la UE y se trata de asegurar condiciones equitativas entre los *proxys* de fuera de la UE y los domiciliados en esta (Considerando 27).

Este artículo 3 undecies hace referencia en primer lugar a la obligación para los asesores de voto de tener un código de conducta público sobre su actuación y de informar acerca de su aplicación. Dicha información debe estar disponible en la página web de la entidad para garantizar el acceso de los interesados y debe ser actualizada anualmente. Respecto a la aplicación del código de conducta, la Directiva consagra el principio de cumple o explica, por el que si los asesores de voto se apartan de ciertas recomendaciones de su código de conducta deberán explicar el motivo de manera clara y razonada, hacer constar qué partes no siguen e indicar en su caso qué medidas alternativas han adoptado. De esta manera, se otorga a los asesores cierta flexibilidad pero también se permite a los inversores disponer de información precisa y actualizada.

El apartado 2 del art.3 undecies recoge el segundo instrumento de la Directiva para aumentar la transparencia. Así los Estados Miembros deben exigir la publicación anual en la página web del *proxy advisor*, de ciertos datos esenciales acerca de la preparación de las

¹¹⁷ “Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017...”, Op. Cit.

investigaciones, informes y recomendaciones de voto. Los datos que, como mínimo, se deben hacer públicos, y que deberán permanecer disponible durante al menos tres años desde su publicación son:

- 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”*

Vemos que varias de estas previsiones están encaminadas a aumentar la **transparencia en la formulación de las políticas** de los *proxy advisors*, una de las inquietudes presentes entre inversores y sociedades emisoras. Es cierto que la Directiva hace referencia a “las características esenciales” y a “las principales fuentes”, algo que dadas las preocupaciones expuestas en el apartado anterior de este trabajo puede parecer insuficiente, sin embargo, también debemos tener en cuenta que debe preservarse el secreto comercial de los *proxy advisors* para que no se vean perjudicados respecto a sus competidores por la difusión de esta información, idea que está presente en la propia Directiva en su considerando 45¹¹⁸. Sin embargo existe el riesgo de que la no revelación de esta información con el objetivo de preservar el secreto comercial socave los objetivos de la Directiva.

Una de las cuestiones que generan preocupación respecto a la actividad de los *proxys* es la baja calidad de las recomendaciones, en particular la excesiva estandarización de sus políticas, la falta de comunicación de los emisores y la falta de competencia de los analistas.

En primer lugar, en cuanto a la **perspectiva de “one size fits all”**, parece que el legislador europeo ha querido garantizar que las recomendaciones de voto tengan en cuenta

¹¹⁸ “Las entidades asesoras de voto para la implicación...”, Op. Cit.

las necesidades y peculiaridades del cliente. Por ello, las letras d), e), y f) hacen referencia a la obligación de informar sobre si se toman y cómo se toman en consideración las particularidades de los mercados, legislación y sociedades, cuáles son las características de las políticas de voto aplicadas a cada mercado y si existe comunicación con las sociedades analizadas. El legislador comunitario ha tratado de evitar que el asesor de voto, especializado en un determinado mercado (como puede ser el de su país de origen) no investigue acerca de la sociedad cuyas propuestas sus clientes deben votar y utilice criterios estandarizados que no serían idóneos para otros mercados, como puede ocurrir con el español¹¹⁹. La Directiva ha tenido en cuenta el hecho de que la mayoría de los asesores de voto no son europeos, sin embargo, hay que advertir que el problema puede persistir si estas entidades emplean estándares europeos o por países pero siguen sin tomar en consideración las necesidades particulares del cliente, así como de la sociedad.

La Directiva dedica la letra f) a la **comunicación de los asesores de voto con las sociedades emisoras** y con los interesados de la sociedad. Esta cuestión, tal y como veíamos anteriormente es una cuestión discutida, por lo que la Directiva no impone que esta se produzca, sino que en caso de producirse los asesores de voto deberán divulgar el alcance y naturaleza de la misma. El motivo por el cual los *proxy advisors* deben divulgar tal información es contrarrestar el posible privilegio que supone disponer de información adicional a la que quizás el resto de los accionistas no tengan acceso.

La letra c) impone la obligación a los asesores de voto de hacer pública la **calificación del personal** dedicado a la investigación y asesoramiento y a elaborar las políticas de voto. Esta previsión responde a las inquietudes comentadas con anterioridad acerca de las prácticas de algunos *proxy advisors* consistentes en contratar plantilla temporal o externalizar tareas a otros países con mano de obra más barata. La redacción de la Directiva en este aspecto es poco concreta y otorga a los asesores de voto la capacidad de decidir el alcance de la información que quieren revelar. De ahí que, por lo menos, los principales asesores de voto no hagan públicas sus políticas de contratación que respalden la amplia experiencia en el sector de la que, afirman, dispone su personal.

Una de las principales preocupaciones que existen en torno a la actividad de los asesores de voto, como ya se ha expuesto más arriba, son los **conflictos de intereses** y cómo estos pueden contaminar la neutralidad y fiabilidad de sus recomendaciones. Respecto a estas situaciones la Directiva apuesta por la transparencia e información, de manera que

¹¹⁹ “Las entidades asesoras de voto para la implicación...”, Op. Cit.

pese a la existencia de dichos conflictos de intereses, se deje al cliente la libertad para contratar o no con el asesor de voto¹²⁰. En este sentido, el legislador comunitario exige, en primer lugar, que los *proxy advisors* hagan pública en su página web la política de prevención y gestión de conflictos de intereses potenciales (art. 3 undecies, apdo.2, letra g)). En segundo lugar, la directiva está reconociendo que estos conflictos de intereses pueden existir y, por ello, dedica el apartado 2 del art. 3 undecies a imponer a los Estados miembros que garanticen 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”*. La Directiva va más allá y exige que los asesores de voto tengan un plan de actuación ante dichos conflictos con *“medidas adoptadas para eliminar, reducir o gestionar los conflictos de intereses reales o potenciales”*.

Al hablar de los problemas asociados a los *proxys* se ha mencionado que la responsabilidad por el ejercicio del voto recae sobre el inversor institucional. Aunque algunos autores consideran que se debería regular la responsabilidad de los asesores de voto por la emisión de sus recomendaciones¹²¹, la Directiva no contempla ninguna previsión al respecto. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los estándares de transparencia que impone la Directiva en cuanto a los conflictos de intereses permiten que el inversor institucional pueda tomar una decisión informada y razonada acerca de si sigue o no las recomendaciones del *proxy advisors* en estas situaciones.

La Directiva no contempla medidas para asegurar el cumplimiento de los deberes de transparencia pues el art. 14 ter otorga a los Estados Miembros libertad para establecer el régimen de medidas y sanciones en caso de incumplimiento, sin embargo, estas deberán ser *“efectivas, proporcionadas y disuasorias”* para garantizar que las medidas se apliquen en la práctica.

6.2. NORMATIVA NACIONAL

Desde 2015 el Código de buen Gobierno de las sociedades cotizadas hace referencia a los asesores de voto, en particular respecto de la obligación de las sociedades cotizadas de contar con una política de comunicación con los mismos, algo que ya he mencionado en el apartado 5.2.4.2. La sociedad está obligada a dar a conocer esta política a través de su página

¹²⁰ “Las entidades asesoras de voto para la implicación...”, Op. Cit.

¹²¹ “La actividad de los proxy advisors y la problemática...”, Op. Cit.

web, “incluyendo información relativa a la forma en que la misma se ha puesto en práctica e identificando a los interlocutores o responsables de llevarla a cabo” (Código Buen Gobierno, 2020). Esta es una cuestión que, como hemos visto, puede ayudar a mitigar posibles errores materiales presentes en las recomendaciones de los asesores de voto.

La Directiva 2017/82 es vinculante para España como Estado Miembro de manera que institucionales nacionales cuentan con un plazo de transposición para adoptar aquellas medidas regulatorias nacionales necesarias para incorporar al Derecho nacional el contenido expuesto en la Directiva. En nuestro país, ese proceso de transposición se ha producido a través de distintas normas, pero el grueso de la normativa se ha incorporado en el ordenamiento español a través de la aprobación de la Ley 5/2021, de 12 de abril por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (en adelante Ley 5/2021). Esta transposición se hizo efectiva con más de año y medio de retraso respecto al plazo máximo de otorgado, en parte por los problemas derivados de la crisis provocada por la pandemia de Covid-19, pero principalmente por la disolución anticipada de las Cortes Generales en septiembre de 2019 y la convocatoria de nuevas elecciones, que paralizó el Anteproyecto de Ley de reforma de la LSC que se estaba tramitando¹²².

En lo que respecta a este trabajo, nos interesa la reforma que la Ley 5/2021 introduce sobre Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante TRLMV)¹²³. Se regula, por primera vez, un régimen jurídico para los asesores de voto mediante el nuevo Capítulo X denominado «Asesores de voto» en el Título IV. Se opta por incluir estas previsiones en la normativa del mercado de valores al tratarse de medidas que abarcan las obligaciones de transparencia de los *proxys* más que aspectos societarios¹²⁴.

Este régimen jurídico, descrito en los artículos 137 bis a 137 quinquies del TRLMV, es aplicable a las entidades de asesoramiento de voto que cumplan los requisitos descritos en la norma.

En primer lugar, será de aplicación a los asesores de voto que presenten sus servicios en relación con sociedades cotizadas cuyo domicilio social se sitúe en un Estado Miembro de

¹²² “Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley...”, Op. Cit.

¹²³ España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, núm. 255, de 24/10/2015.

¹²⁴ “Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley...”, Op. Cit.

la UE o sus acciones estén administradas a negociación en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación situado también en dicho territorio. En segundo lugar, el asesor de voto debe a su vez (art. 137 bis, apdo. 1):

- a) tener su domicilio social en España o,
- b) estando su domicilio social fuera de la UE, tener su establecimiento principal situado en España o, en su defecto, un establecimiento en España

Aquí la normativa pone de manifiesto que el objetivo que persigue es la transparencia de aquellas entidades que tienen capacidad de influir en la determinación del sentido del voto en las sociedades cotizadas europeas. En cuanto a la jerarquía respecto al domicilio o establecimiento del asesor de voto se busca que la regulación y supervisión de la actividad del mismo se concentre en un único Estado Miembro, aunque tenga proyección en toda la UE. Esta previsión, que se traslada de la Directiva 2017/828, ha generado cierta preocupación entre la doctrina porque, dado que los principales *proxy advisors* no son europeos, se corre el riesgo de que estos dejen de operar a través de sucursales para evitar quedar sujetos a las obligaciones de transparencia que impone la Directiva¹²⁵.

En tercer lugar, tratarse de asesores de voto a los efectos de la directiva cumpliendo con la siguiente definición (art. 137 bis, apdo. 2):

“[...] aquella persona jurídica que analiza con carácter profesional y comercial la información que las sociedades cotizadas están legalmente obligadas a publicar y, en su caso, otro tipo de información, para asesorar a los inversores en el ejercicio de sus derechos de voto mediante análisis, asesoramiento o recomendaciones de voto.”

La definición anterior cubre el núcleo central de la actividad de los asesores de voto, esto es la emisión de recomendaciones en sentido amplio. Esto incluiría, por tanto, también el asesoramiento sobre determinados puntos del orden del día sobre los que sin embargo no se llega a emitir una recomendación como tal. No englobaría, por el contrario, otros servicios que prestan a clientes inversores o incluso a sociedades emisoras por no constituir estos el núcleo principal de la actividad¹²⁶.

Estos requisitos expuestos deben cumplirse de manera conjunta tal y como se puede extraer de la redacción del apartado 3 de este mismo artículo que obliga a la comunicación a la CNMV del cumplimiento de los mismos. En relación con ese deber no indica plazo ni se

¹²⁵ “Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley...”, Op. Cit.

¹²⁶ *Ibid.*

determina la forma de realizarla, algo que resultaría aconsejable para poder determinar cuándo se produce su incumplimiento. Hay que tener presente que no se hace depender de dicha comunicación la aplicación de las normas contenidas en el TRLMV¹²⁷.

La primera obligación que se impone a los asesores de voto sujetos a la normativa española, en virtud de los requisitos anteriores, viene recogida en el art. 137 ter y es la de hacer pública la referencia del código de conducta que apliquen e informar sobre la forma en que lo hacen. La normativa no hace referencia a un código de conducta concreto, como tampoco lo hace la Directiva, algo que ha generado la inquietud entre la doctrina alemana de que un *proxy advisor* pueda desarrollar su propio código de conducta (amplio y permisivo) y emita una declaración de adhesión al mismo, con la que estaría cumpliendo con sus obligaciones de transparencia¹²⁸. Por otro lado, el TRLMV, hace referencia a la necesidad de motivación clara y razonada cuando el asesor de voto no aplique ningún código de conducta y a la publicación de los motivos por los cuales, estando adherido a un código de conducta, decide apartarse de alguna de sus recomendaciones. Esta información deberá ser actualizada anualmente en las páginas web de los asesores de voto.

La segunda obligación de transparencia (art. 137 quater) es la publicación de un informe anual que contiene una serie de datos relacionados con las investigaciones, asesoramiento y recomendaciones de voto que los asesores de voto emiten, de forma casi idéntica a la previsión contenida en el apdo. 2 del art. 3 undecies de la Directiva:

“a) las características importantes de los métodos y los modelos aplicados,

b) las principales fuentes de información utilizadas,

c) los procedimientos implantados para garantizar la calidad de las investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto y la cualificación del personal destinado a esas funciones,

d) el grado y forma de consideración de las condiciones del entorno de mercado, jurídico, económico-empresarial, regulatorio y las condiciones específicas de la sociedad cotizada en cuestión,

e) las características importantes de las políticas de voto que aplican a cada mercado,

¹²⁷ “Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley...”, Op. Cit.

¹²⁸ *Ibid.*

f) el grado y la forma en la que mantienen cauces de comunicación con las sociedades que son objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con otras partes interesadas en la sociedad; y

g) la política relativa a la prevención y a la gestión de conflictos de intereses potenciales.

h) las limitaciones o condiciones que deben ser consideradas en las recomendaciones emitidas.”

Parece que lo que está pensando el legislador es un informe anual, referido a dicho periodo anual, en el cual se informe sobre los extremos expuestos anteriormente y su aplicación en un período concreto de tiempo. Pero no es lo mismo divulgar cierta información, como la política de prevención y gestión de conflictos de intereses, que informar sobre la aplicación de la misma durante el ejercicio. Ambos planos resultan importantes para garantizar la transparencia sobre la fiabilidad y exactitud de las actividades, pero el TRLMV solo alude a uno de ellos. Además, sería recomendable que el *proxy advisor* no solo informara sobre los procedimientos establecidos para garantizar la cualificación de los empleados, sino que divulgara directamente información sobre la cualificación de su personal¹²⁹.

La última previsión que contempla el TRLMV sobre los asesores de voto es relativa a los conflictos de intereses (art. 137 quinquies). De un lado, deberán informar sobre “*cualquier conflicto de intereses real o potencial o cualesquiera relaciones de negocio*” con capacidad de afectar a la emisión de sus recomendaciones de voto. De otro lado, deben comunicar “*las medidas adoptadas para eliminar, mitigar o gestionar*” los conflictos identificados, pues la política general ya se debería contener en el informe anual que debe ser publicado en su página web. Estos deberes se enfocan a los clientes inversores y no ya al público general, como si lo estaban las obligaciones recogidas en los artículos anteriores.

Por último, los deberes de transparencia introducidos son tomados en consideración por el legislador español para tipificar nuevas infracciones en los arts. 282 y 295 LMV e imponer las correspondientes sanciones de los arts. 302 y 303 LMV. Por un lado, se tipifica como infracción muy grave el “incumplimiento no ocasional o aislado” de los deberes

¹²⁹ “Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley...”, Op. Cit.

recogidos en los arts. 137 ter a 137 quinquies y como infracción grave el “incumplimiento ocasional o aislado” de los mismos.

6.3. NORMATIVA NORTEAMERICANA

En EEUU, país de origen de los *proxy advisors*, los avances en cuanto a regulación para garantizar la transparencia y calidad de los *proxy advisors* en el desarrollo de sus informes u recomendaciones de voto han venido principalmente de la SEC. Este organismo publicó en 2010 su *Concept Release on the U.S. Proxy System*, un documento donde, entre otros temas, se debate acerca de las preocupaciones latentes sobre la exactitud y transparencia en la formulación de las recomendaciones de voto y sobre los potenciales conflictos de intereses. La SEC también solicitaba al público opiniones acerca de una lista de posibles soluciones regulatorias para abordar estos problemas. En Diciembre de 2013 la SEC celebró una mesa redonda con representantes de inversores institucionales, asesores de inversión, emisores corporativos, instituciones académicas, bufetes de abogados y *proxy advisors*. Se discutió el uso en general de las firmas de asesoramiento de voto y otros temas clave tales como los posibles conflictos de intereses para estas entidades, los usuarios de sus servicios, la transparencia y exactitud de las recomendaciones que emiten y la naturaleza y alcance de la confianza de los inversores institucionales en los *proxy advisors*¹³⁰.

Posteriormente, en 2014, la SEC optó por abordar algunas de las cuestiones mencionadas anteriormente mediante directrices en su *Staff Legal Bulletin No 20*, que resumía las leyes y reglamentos de la SEC relacionados con las empresas de *proxy advisory*, por ejemplo, detallando varias obligaciones respecto a la divulgación de conflictos de intereses. Así, los asesores de voto deben notificar la presencia de cualquier relación significativa o interés material y dicha comunicación debe permitir al destinatario comprender la naturaleza y el alcance de estas relaciones, incluyendo las medidas adoptadas para mitigar el conflicto¹³¹.

Por otro lado, la SEC también ha tomado medidas para supervisar la actividad de los *proxy advisors* mediante la inspección de estas firmas (cuando cumplen con la definición de asesores de inversión) así como de las empresas de inversión registradas ante la SEC que utilizan empresas de asesoramiento de voto. Estos exámenes se llevan a cabo por la Oficina de Inspecciones y Exámenes de Cumplimiento.

¹³⁰ GAO, *Corporate Shareholder Meetings. Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices*, Report to the Chairman, Subcommittee on Economic Policy, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, GAO-17-47, 2016, pág. 33. Disponible en <https://www.gao.gov/assets/gao-17-47.pdf> (Último acceso el 29/10/2022)

¹³¹ “Corporate Shareholder Meetings. Proxy Advisory Firms' Role...”, pág. 34, Op. Cit.

También cabe destacar Ley de Reforma de Gobierno Corporativo y Transparencia (*Corporate Governance Reform and Transparency Act*)¹³², adoptado en 2016 y que modifica la *Securities Exchange Act* de 1934. Esta Ley trata de mejorar la calidad de las empresas de asesoramiento de voto con el objetivo de proteger a los inversores, fomentando la responsabilidad, transparencia y competencia en el sector de los *proxy advisors*. Esta norma establece que las empresas de *proxy advisory* registradas ante la SEC como tales deberán establecer, mantener y hacer cumplir “*políticas y procedimientos escritos razonablemente diseñados, teniendo en cuenta la naturaleza del negocio [...], para abordar y gestionar cualquier conflicto de intereses que pueda surgir de dicho negocio.*” (Sección 15H (f) del modificado *Securities and Exchange Act of 1934*). También contiene previsiones acerca de precisión y calidad de las recomendaciones de voto. Por ejemplo, prevé la obligación para los asesores de voto de “contar con personal suficiente para elaborar recomendaciones de voto que se basen en información precisa y actualizada”. Además, deben permitir a las empresas destinatarias de las recomendaciones de voto acceder al borrador de la misma con una antelación razonable de manera que tengan la oportunidad de aportar comentarios significativos al respecto (Sección 15H (g) del modificado *Securities and Exchange Act of 1934*). También contempla la obligación para los asesores de voto de hacer disponible públicamente su metodología para la formulación de sus políticas de voto y recomendaciones.

7. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos realizado un análisis sobre la figura de los *proxy advisors*, unas entidades cuyo origen se encuentra en EE.UU., pero que recientemente y gracias a la globalización y el movimiento internacional de capitales, ha comenzado a ganar importancia en Europa y en España.

Tal y como he descrito en este trabajo, el nacimiento de los asesores de voto se vincula al concepto de activismo accionarial de los inversores institucionales. Dado el absentismo apreciado en las juntas generales de accionistas que generaba una falta de control total a los administradores de las sociedades, lo que podía perjudicar los intereses de los beneficiarios o partícipes de los fondos, surgió la necesidad de impulsar la participación de los inversores institucionales mediante el ejercicio del derecho de voto que les corresponde. Así ha quedado reflejado en numerosas previsiones normativas tanto en EEUU como a nivel comunitario o en

¹³²Estados Unidos. Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016 - H.R. 5311 - Report No. 114–798, 2016.

España. Sin embargo, estas previsiones no imponen el ejercicio del voto, sino que en algunos casos se refieren a la necesidad de un comportamiento diligente por parte de los inversores institucionales o a la transparencia respecto a sus votaciones mientras que en otros constituyen recomendaciones contenidas en códigos de buen gobierno. Considero que estas opciones resultan más favorables para impulsar la implicación de los inversores institucionales, ya que obligar al ejercicio del voto en todo caso podría producir el efecto opuesto al deseado: que los intereses de los partícipes se vean perjudicados por un ejercicio sistemático del voto sin un estudio previo de las circunstancias e implicaciones del sentido del mismo.

Un mayor activismo de los inversores institucionales requiere el apoyo en entidades que les asistan en las tareas de búsqueda de información y análisis derivadas de la emisión del voto, de ahí la figura de los *proxy advisors*, que como hemos visto se dedican principalmente a la formulación de políticas de voto a raíz de las cuales emiten informes y recomendaciones de voto para sus clientes. Adicionalmente, también prestan otro tipo de servicios, entre los que cabe destacar el asesoramiento en materia de gobierno corporativo, que genera una preocupación notable por los conflictos de intereses que pueden surgir. Así, se podría decir que los *proxy advisors* son necesarios y que su existencia es positiva y contribuye a un mejor funcionamiento del mercado, pues sin su apoyo los inversores institucionales emitirían sus votos en junta sin ser capaces de analizar cada propuesta previamente, únicamente por el hecho de cumplir con sus obligaciones respecto a los partícipes o beneficiarios.

También se ha comentado en este trabajo la situación del sector de los asesores de voto, caracterizada principalmente por su alta concentración, a pesar de que en la última década se ha observado una pérdida de cuota de mercado del mayor *proxy advisor* a nivel global, ISS en favor de sus competidores más cercanos y otros *proxys* de menor tamaño.

Por otro lado, hemos tenido la oportunidad de abordar la creciente influencia de los *proxy advisors* en todo el mundo. A pesar de que esta es más acentuada en EEUU, también en Europa y en España se ha apreciado vinculación entre las recomendaciones de los *proxys* y los resultados de las votaciones en las juntas generales. A raíz de la importancia de esta figura, se ha ido poniendo el foco sobre ciertas cuestiones que preocupan acerca de su actuación, tales como la existencia de conflictos de intereses y ausencia de responsabilidad derivada de los mismos, la falta de transparencia en la formulación de sus políticas y la dudosa calidad técnica de sus recomendaciones.

Diversas instituciones han mostrado su preocupación acerca de estos problemas y, a pesar de que en un principio no se consideró necesaria la imposición de medidas de carácter obligatorio, en la actualidad tanto la SEC norteamericana como la UE lo han hecho. En concreto han optado por establecer requisitos mínimos de transparencia para los *proxy advisors* como solución a los problemas planteados. De esta manera, recae sobre los inversores institucionales la tarea de analizar la situación y bien seguir la recomendación de voto del *proxy advisor* porque confía en la calidad técnica de sus servicios y en que esta se ha emitido libre de cualquier conflicto de intereses o bien no hacerlo. Así se refleja en la Directiva 2017/828 y su transposición al ordenamiento español mediante la Ley 5/2021 y en la Ley de Reforma de Gobierno Corporativo y Transparencia de 2016 estadounidense.

Centrándonos en la normativa que tiene efecto en España, esto es la Directiva 2017/828 y su transposición al ordenamiento español, se han abordado casi la totalidad de los problemas existentes en el sector de los *proxy advisors*, aunque de una manera superficial, como he dicho limitándose a imponer una mínima transparencia.

Se podría criticar, en primer lugar que la Directiva y su transposición únicamente cubre la emisión de recomendaciones y no otras prestaciones de los *proxy advisors*. Además, genera inquietud el hecho de que las firmas de *proxy advisory* puedan evitar la aplicación de la directiva dejando de operar en Europa por medio de sucursales o establecimientos. Por otro lado, también la doctrina ha destacado ciertas imprecisiones en su redacción o una redacción poco concreta y demasiado general en algunos puntos.

Sin embargo, creo que la redacción de algunas de las previsiones contenidas en la Directiva y la Ley 5/2021 es razonable. Así ocurre con la obligación de divulgar las características esenciales de la formulación de las políticas de voto para preservar el secreto comercial o con la necesidad de informar sobre las comunicaciones mantenidas con las sociedades emisoras, sin imponer que se produzcan.

Dejando de lado estas críticas al alcance y redacción de la Directiva y la Ley 5/2021, considero que una regulación especialmente estricta podría agravar problemas existentes del sector como la alta concentración y gran poder que ostentan las principales firmas, que se incrementaría imponiendo una normativa exigente que constituya de por sí una barrera de entrada. Dadas las circunstancias actuales del mercado de los *proxy advisors* y teniendo en cuenta que cabe esperar todavía un desarrollo de esta figura en un futuro cercano, sobre todo en Europa donde su surgimiento es más reciente, creo que es importante que la normativa actual represente un punto intermedio. Así, la Ley 5/2021 contiene previsiones flexibles que

de cara al futuro permitirán adaptar nuestro ordenamiento jurídico a una mayor presencia de los asesores de voto en nuestro país y mayor influencia de los mismos en el gobierno de las sociedades cotizadas.

8. BIBLIOGRAFÍA

ARTÍCULOS Y MONOGRAFÍAS

- ALLAIRE, I. *The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy Recommendations*, Institute for Governance of Private and Public Organizations (IGOPP), 2013, pág. 15. Disponible en <https://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4549663-176173.pdf> (Último acceso el 16/10/22)
- ÁLVAREZ PERALTA, N. Y MEDIALDEA GARCÍA, B. “La influencia de la financiación sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales”, *Revista de Economía Mundial*, núm. 24, 2010, pág. 182. Disponible en <http://rabida.uhu.es/dspace/bitstream/handle/10272/3579/b15777911.pdf?sequence=1> (Último acceso el 24/10/22)
- BARRY, M. J. AND KAIRIS, J. C. *Shareholder Rights and Corporate Governance in the Dodd-Frank Act*, 2011, pág. 3. Disponible en <https://www.gelaw.com/ge/articles/Shareholder-Rights-Dodd-Frank.pdf> (Último acceso el 28/10/22)
- BETHEL, J. E. Y GILLAN, S. L., “The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting”, *Financial Management*, 31, 2002, pág. 46. Disponible en https://www.jstor.org/stable/3666173?seq=18#metadata_info_tab_contents (Último acceso el 2/11/22)
- BOQUERA, J. “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828”, *Revista de Derecho Mercantil*, N.º 306, 2017. Disponible en <https://acortar.link/aiiubE> (Último acceso el 16/10/22)
- CASADO, R. Y DOMÍNGUEZ, M., “Quién hace ‘lobby’ para quién en ESG”, *El Economista*, 2022. Disponible en <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11880013/07/22/Quien-hace-lobby-para-quien-en-ESG.html> (Último acceso el 2/09/22).
- CNMV, *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, pág. 13, 2015 (revisado en 2020). Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf (Último acceso el 16/10/22).

- CNMV, *Código Unificado de Buen Gobierno*, pág. 72, 2006. Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/~/-/verDoc.axd?t={8558ab19-f006-4036-aae3-a1a75705636d}> (Último acceso el 25/09/22).
- CNMV. *Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*, 2012. Pág. 1. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (Último acceso el 11/8/22)
- CNMV, *Estadísticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Datos de las sociedades anónimas cotizadas, agregadas por sectores y grupos de capitalización bursátil*. Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/Estadisticas-GC-Cotizadas.aspx?page=0> (Último acceso vez el 9/10/22).
- CNMV, *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados*. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21> (Último acceso vez el 9/10/22).
- COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*. COM (2012) 740 final, 12 de diciembre de 2012, pág. 11. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A52012DC0740> (Último acceso el 15/10/22)
- COMISIÓN EUROPEA, *Libro Verde, la normativa de gobierno corporativo de la UE*, COM (2011) 167 final, 5 de abril de 2011, pág. 17. Disponible en <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3eed7997-d40b-4984-8080-31d7c4e91fb2/language-en> (Último acceso el 15/10/22)
- DIAZ RUIZ, E., “Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº. 263, 2007, p. 197.
- DOMÍNGUEZ, M. “Su negocio consiste principalmente en vender informes sobre cómo votar los distintos puntos del orden del día en las juntas. Sus grandes exponentes en España son ISS, Glass Lewis y Corporance”, *El Economista*, 2022. Disponible en <https://www.pressreader.com/spain/el-economista/20220723/281956021521766> (Último acceso el 7/09/2022)
- ENAGAS. *Política de comunicación de información, contactos e implicación con accionistas, inversores institucionales, asesores de voto y otros grupos de interés*, 2020, pág. 12. Disponible en <https://bit.ly/3exSVqI> (Último acceso el 16/10/22)

- ESMA, *An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, Discussion Paper, 2012, pág. 10. Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf> (Último acceso el 6/09/2022).
- ESMA. *Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*, 2013, pág. 3. Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf> (Último acceso el 22/10/22)
- ESMA, *Report: Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*, 2015, pág. 38. Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf> (Último acceso el 22/10/22)
- EY FUNDACIÓN ESPAÑA, IE BUSINESS SCHOOL. “Relación entre las empresas emisoras y los inversores institucionales”, 2017, pág. 10. Disponible en <https://sites.ie.edu/globalcorporationcenter/wp-content/uploads/sites/157/2015/10/Informe-GCC-Relación-entre-las-emisoras-y-los-Inversores-Institucionales-REF1.pdf> (último acceso el 4/8/22)
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, principle 6, 2012. Disponible en <https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-2012.pdf> (Último acceso el 25/09/22)
- FUKAMI, K., BLUME, D. Y MAGNUSSON, C. *Institutional investors and stewardship*. OECD Corporate Governance Working Papers No. 25, 2022, págs. 6 y 7. Disponible en <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/1ce75d38-en.pdf?expires=1667034522&id=id&accname=guest&checksum=4F17DA9DDCA1239C90028ED348F0FED8> (Último acceso el 29/10/22)
- GALLEGRO CÓRCOLES, A. *Asesores de Voto («Proxi Advisors») y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*, Aranzadi, 2014, s/p. Disponible en https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/aranz/monografias/145244968/v1/document/145247945/anchor/a-II-2-2.2-BIB_2014_7751 (Último acceso 11/8/22)
- GALLEGRO CÓRCOLES, A. “Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley de modificación de la LSC y otras normas financieras”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº27, 2020. Disponible en https://www.smarteca.es/my-reader/SMT20073241_00000000_20200701000000270000?fileName=content%2FD10000319952_20201220.HTML&location=pi-10024&publicationDetailsItem=SystematicIndex (Último acceso el 23/10/22).
- GAO, *Corporate Shareholder Meetings. Proxy Advisory Firms’ Role in Voting and Corporate Governance Practices*, Report to the Chairman, Subcommittee on Economic Policy,

- Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, GAO-17-47, 2016, pág. 33. Disponible en <https://www.gao.gov/assets/gao-17-47.pdf> (Último acceso el 29/10/2022)
- GAO, *Corporate Shareholders Meetings. Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investor son Proxy Voting*, Report to Congressional Requesters, GAO-07-765, 2007, págs. 9 y 10. Disponible en <https://www.gao.gov/assets/gao-07-765.pdf> (Último acceso el 14/10/2022)
- GARRIGUES. Modificación de la directiva sobre los derechos de los accionistas, *Comentario Gobierno Corporativo*, 1-2017, 2017, pág. 1. Disponible en <https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/comentario-gobierno-corporativo-1-2017.pdf> (Último acceso el 26/10/22)
- GEORGESON Y CUATRECASAS. *El gobierno corporativo y los inversores institucionales. Preparando la Temporada de Juntas 2022*, 2022, pág. 15. Disponible en <https://www.cuatrecasas.com/resources/el-gobierno-corporativo-y-los-inversores-institucionales-620b616dc5daf245150158.pdf?v1.1.10.202201191812> (Último acceso el 26/09/22)
- GILSON, R.J Y GORDON, J. N. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, Columbia Law School, 2013, págs. 889 y 890. Disponible en https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1054&context=facult_y_scholarship (Ultimo acceso el 24/9/22)
- GLASS LEWIS. Spain. *2022 Policy Guidelines*, 2021, pág. 13. Disponible en <https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2021/12/Spain-Voting-Guidelines-GL-2022.pdf?hsCtaTracking=da91f5b2-92fe-4cd9-ae00-ae0bb4fb3f8e%7Cc3144d6e-02d0-42db-aed5-f0746c67ae85> (último acceso el 26/09/22).
- HAYNE, C Y VANCE, M. *Information intermediary or de facto standard setter? Field evidence on the indirect and direct influence of proxy advisors*, The Conference Board, 2020, pág. 12. Disponible en <https://www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=20717> (Último acceso el 16/10/22)
- HERNÁNDEZ GUIJARRO, L. “Qué es un proxy advisor y su impacto en las sociedades cotizadas españolas”, 2016. Disponible en <https://www.fundssociety.com/es/opinion/que-es-un-proxy-advisor-y-su-impacto-en-las-sociedades-cotizadas-espanolas> (Último acceso el 9/8/22)
- HERNÁNDEZ PEÑASCO, R. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 48, 2016, s/p. Disponible en <https://www.corporance.es/wp->

[content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf](https://www.issgovernance.com/content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf)

(Último acceso el 4/8/22)

HERRERO MORANT, R. “Régimen jurídico de la política de implicación y de las estrategias de inversión tras la transposición al ordenamiento español de la Directiva (UE) 2017/828 (1)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N°28, Sección Estudios, Wolters Kluwer, 2021. Disponible en <https://n9.cl/fdr0l> (Último acceso el 29/10/22)

HITZ, J. Y LEHMANN, N., *Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets*, *European Accounting Review*, 2017, pág. 11. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2624653# (Último acceso el 6/09/2022).

ISS, *2022 ISS Global Benchmark Policy Survey: Summary of Results*, octubre 2022, pág. 4. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/2022/2022-ISS-Benchmark-Survey-Summary.pdf> (Último acceso el 15/10/22)

ISS, *Code of ethics: Institutional Shareholder Services*, 2021, pág. 6. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/Code-Ethics-Nov-2021.pdf> (Último acceso el 15/10/22)

ISS. *Continental Europe: Proxy Voting Guidelines, Benchmark Policy Recommendations*, 2022, pág. 32. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf> (Último acceso el 16/10/22)

ISS. *Continental Europe. Proxy Voting Guidelines. Benchmark Policy Recommendations*. 2021, pág. 13. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf> (Último acceso el 26/09/21).

LI, TAO. *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest Within the Proxy Advisory Industry*, University of Florida, 2016, pág. 29. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2828690 (Último acceso el 15/10/22)

MATEU DE ROS, R. “Crónica de la sesión los *proxy advisors*. Su influencia: problemas y soluciones”, *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, núm. 19, 2016. Disponible en https://www.smarteca.es/my-reader/SMT20073241_00000000_20160701000000190000?fileName=content%2FD0000243412_20170315.HTML&location=pi-3322&publicationDetailsItem=SystematicIndex (Último acceso el 11/8/22).

NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE (NIRI). *The Case for Proxy Advisor Reform*, 2018, pág. 2. Disponible en https://www.niri.org/NIRI/media/NIRI/Advocacy/NIRI-Case-Proxy-Advisor-Reform-2018_1.pdf (Último acceso el 16/10/22)

- PWC, *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*, 2015, pág. 26. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/consejos-administracion-2015-vfinal.pdf> (Último acceso vez el 9/10/22).
- PWC, *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*, 2017, pág. 25. Disponible en <https://www.pwc.es/es/financiero/consejos-administracion-empresas-cotizadas-2017.pdf> (Último acceso el 9/10/22).
- PWC, *Consejos de Administración de las empresas cotizadas*, 2019, pág. 38. Disponible en <https://www.pwc.es/es/financiero/descarga-consejos-administracion-empresas-cotizadas-decima-edicion.html> (Último acceso el 9/10/22).
- PWC. *Proxy advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*, 2013, pág. 8. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf> (Último acceso el 10/8/22)
- SEC. Proxy Voting by Investment Advisers, Act Release 1ª 2106, 31 de enero de 2003. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm> (Último acceso el 24/09/22).
- SHAREACTION, *Another Link in the Chain: Uncovering the Role of Proxy Advisors*, 2019, pág. 4. Disponible en <https://api.shareaction.org/resources/reports/Another-Link-in-the-Chain-Uncovering-the-Role-of-Proxy-Advisors.pdf> (Último acceso el 5/9/2022)
- SHARFMAN, B. S. *The Conflict between Blackrock's Shareholder Activism and Erisa's Fiduciary Duties*. Case Western Reserve Law Review, 71(4), 2021, págs. 1261 y 1262. Disponible en <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=asn&AN=153490603&lang=es&site=ehost-live> (Último acceso el 24/09/22)
- SHU, C., *The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*, USC Marshall School of Business Research Paper Series, 2022, pág. 9. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3614314# (Último acceso el 6/09/2022)
- TELEFÓNICA, Política de comunicación de información, contactos e implicación con accionistas, inversores institucionales, asesores de voto de telefónica, S.A., 2020, pág. 7. Disponible en <https://www.telefonica.com/es/wp-content/uploads/sites/4/2021/10/politica-informacion-accionistas.pdf> (Último acceso el 16/10/22)
- TUCH, A. F., *Proxy advisor influence*, 99 Boston University Law Review, 2019, pág. 1464. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3384264 (Último acceso el 8/09/22)
- ZARZALEJOS TOLEDANO, I. "La actividad de los proxy advisors y la problemática derivada de las situaciones de conflicto de interés", *La Ley mercantil*, N.º. 37, 2017.

ZETZSCHE, D. A. *Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis*, 2014, pág 1. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2436066 (Último acceso el 22/10/22).

PÁGINAS WEB

www.corporance.es

www.glasslewis.com

www.isscorporatesolutions.com

www.issgovernance.com

REFERENCIAS NORMATIVAS

Estados Unidos. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - H.R.4173 - Section 951, Pub. L. No. 111-203, 2010.

Estados Unidos. Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016 - H.R. 5311 - Report No. 114-798, 2016.

España. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 265, de 05/11/2003.

España. Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. Boletín Oficial del Estado, núm. 48, de 25/02/2004.

España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, núm. 161, de 03/07/2010.

España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, núm. 255, de 24/10/2015.

Unión Europea. Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Diario Oficial de la Unión Europea L 132, de 25 de mayo de 2017.

Unión Europea. Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Diario Oficial de la Unión Europea L 184, de 14 de julio de 2007.