



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Los asesores de voto (proxy advisors) y su deber de
transparencia

Autor

Álvaro Martínez Alcázar

Director

Esther Hernández Sainz

Facultad de Derecho / Universidad de Zaragoza

Año 2017

Índice

1. INTRODUCCIÓN.....	5
1.1 OBJETO DE ESTUDIO Y PRECISIONES TERMINOLÓGICAS.....	5
1.2 RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS	6
1.3 METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO.....	6
2. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y SU NECESARIO PAPEL EN LA REVITALIZACIÓN DE LA JUNTA GENERAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.....	7
2.1 Los inversores institucionales. Delimitación conceptual y relevancia actual en el capital de las sociedades cotizadas	7
2.2 El movimiento de buen gobierno corporativo y el impulso a la participación de los inversores institucionales en la junta general de las sociedades cotizadas.....	11
2.3 Dificultades prácticas de la participación de los inversores institucionales en la junta general.....	15
3. LOS ASESORES DE VOTO. CONCEPTO, RELEVANCIA PRÁCTICA Y REGULACIÓN	15
3.1 DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y RELEVANCIA PRÁCTICA	15
3.2 FUNCIONES DE LOS ASESORES DE VOTO	17
3.2.1. Frente a los inversores.....	17
3.2.2. Frente a las sociedades cotizadas.....	20
3.2.3. Frente al público inversor en general	21
3.3 REGULACIÓN.....	21
3.3.1 Antecedentes en Derecho norteamericano.....	21
3.3.2 Regulación comunitaria. La Directiva 36/2007/CE y su reciente modificación por la Directiva 828/2017/UE.....	23
3.3.3 Regulación en España	28
4. RELACIÓN ENTRE EL ASESOR DE VOTO Y EL INVERSOR INSTITUCIONAL	29
5. PROBLEMAS QUE GENERA LA INTERVENCIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO.....	31
5.1 LA NECESARIA TRANSPARENCIA EN LA ACTUACIÓN DEL PROXY ADVISOR	31
5.2 SITUACIONES DE CONFLICTOS DE INTERÉS	33
6. CONCLUSIONES.....	35
7. REFERENCIAS	36
7.1 NORMATIVA.....	36
7.1.1 Normativa norteamericana.....	36
7.1.2 Normativa comunitaria.....	37
7.1.3 Normativa española.....	37

7.2 BIBLIOGRAFÍA.....	38
7.3 DOCUMENTOS DE INTERÉS.....	40

ABREVIATURAS

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados.

AMF: *Autorité des Marchés Financiers*.

Art: Artículo.

BME: Bolsas y Mercados Españoles.

CC: Código Civil.

Coord: Coordinador.

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dir: Director.

EEUU: Estados Unidos.

EFAMA: *European Fun and Asset Managment Association*.

ERISA: *Employee Retirement Income Security Act*.

ESMA: *European Securities and Markets Authority*.

Et al: y otros.

GAO: *United States Government Accountability Office*.

IGOPP: *Institut sur la Gouvernance d'Organisations Privées et Publiques*.

IIC: Institución de inversión colectiva.

IVIS: *Institutional Voting Information Service*.

IVOX: *Internet Voting Execution*.

ISS: *Institutional Shareholder Services, Inc*.

LIIC: Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
(BOE de 5 de noviembre de 2003).

LSC: Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. (BOE de 3 de julio de 2003).

MSCI: *Morgan Stanley Capital International*.

ECO: Orden del Ministerio de Economía.

P: Página.

PIRC: *Pensions Investment Research Consultants*.

PwC: *PricewaterhouseCoopers*.

RD: Real Decreto.

SEC: *Securities and Exchange commission*.

TFG: Trabajo fin de grado.

TRLMV: Texto refundido de la Ley de Mercado de Valores.

UE: Unión Europea.

Vid: Véase.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. OBJETO DE ESTUDIO Y PRECISIONES TERMINOLÓGICAS

El objeto de estudio de este trabajo se centra en conocer la novedosa figura de los asesores de voto. Para nombrar esta figura, encontraremos el término asesores de voto y *proxy advisor* (término equivalente en inglés y del que deriva el nuestro) usando ambos por igual; su significado es equivalente y por tanto de aquí en adelante nos referiremos a ellos de la misma manera. Debemos mencionar la procedencia de este distintivo idiomático y es que la expresión anglosajona originaria *proxy advisor* deriva del término *proxy vote*, la cual podemos definir como voto por delegación o poder. *Proxy* se refiere a una persona autorizada para actuar en nombre de otra, es decir, actuar como representante, apoderado o mandatario¹. Por otro lado la palabra *vote*, *a formal expression of one's opinion or choice on a matter under discussion*², significa una expresión formal de su opinión o elección sobre un asunto en discusión.

El asesor de voto nace de la necesidad que tienen los inversores institucionales de recibir un asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales de las sociedades cotizadas en cuyo capital participan. La finalidad de este trabajo consiste en explicar qué son los asesores de voto, cuál es su ámbito de actuación y qué prestaciones llevan a cabo, así como analizar los posibles conflictos de intereses que se les plantean y el problema de la transparencia en su actuación.

Para ello hemos tomado en consideración la nueva 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. Esta reforma va a suponer cambios en el régimen legal aplicable de las sociedades cotizadas, en concreto la modificación del Título XIV de la LSC. Esta Directiva se ocupa por vez primera de algunas cuestiones relativas a la intervención de los asesores de voto en el ejercicio de los derechos que los inversores institucionales ostentan en sociedades cotizadas.

¹ CONTHE GUITIÉRREZ, M., "Proxy Advisor", *Expansión* de 1 de Agosto de 2012 (accesible en <http://www.expansion.com/blogs/conthe/2012/08/01/proxy-advisors.html>, última consulta 5 de marzo de 2017).

² HAWKINGS, J.M., *The Oxford Paperback Dictionary*, Oxford University Press, Oxford, 1979.

1.2. RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS

El motivo de la elección del tema «Los asesores de voto y su deber de transparencia», se debe al interés que despierta esta figura innovadora que está en fase de desarrollo legal.

Supone un reto el estudio del asesor de voto, que se hace hueco en el Derecho mercantil español, y que tiene una gran repercusión económica por su participación en el mercado de sociedades cotizadas. Las sociedades cotizadas han adquirido un mayor peso y tienen una mayor influencia en la sociedad actualmente, debido al proceso de globalización del que estamos formando parte en el ámbito económico, político y/o tecnológico.

Los inversores institucionales, debido al gran volumen de valores que tienen en sus carteras, han comenzado a contratar asesores de voto cada vez con mayor frecuencia, requiriéndoles asesoramiento sobre cómo votar en las juntas generales de accionistas de las sociedades cotizadas en que participan. Consecuencia de ello ha sido la aparición de nuevas compañías en el sector en el ámbito europeo.

Además, con la promulgación de la Directiva antes mencionada, la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, la normativa estatal va a afrontar, en un futuro próximo, la correspondiente reforma de la LSC con el objetivo de cumplir la Directiva aprobada por el Parlamento y el Consejo Europeo.

Por ello es interesante conocer la regulación relacionada con los asesores de voto y las limitaciones que se establecen para operar acorde a la buena fe y con el debido deber de transparencia.

1.3 METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO

Como se ha dicho con anterioridad, este trabajo versa sobre el estudio de la figura de los asesores de voto. Dado el carácter social del Derecho, se ha llevado a cabo una investigación sobre los *proxy advisor*, su deber de transparencia y los efectos de su actuación en los mercados, en el desarrollo de su actividad de asesoramiento.

Al ser la finalidad de este trabajo un estudio completo de la figura de los asesores de voto, se ha estructurado de manera que se plasmen todos los puntos importantes.

En primer lugar, se ha realizado una búsqueda de bibliografía tanto en revistas como en monografías de todo lo relativo al tema de estudio. Se ha tomado como punto de partida una delimitación conceptual de los inversores institucionales, y la necesidad de participación de éstos en las juntas generales. Como consecuencia de dicha participación, acuden a los asesores de voto, por lo que hemos establecido el concepto de asesores de voto y explicado las prestaciones que realizan a continuación.

Se ha realizado un estudio de los antecedentes de los asesores de voto en el Derecho norteamericano y, posteriormente, hemos tratado el ámbito europeo, en concreto Códigos de Buen Gobierno, y la nueva Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017.

Se ha estudiado el tipo de negocio jurídico que vincula a los asesores de voto y a los inversores institucionales, así como los problemas que genera la intervención de los asesores de voto, su necesario deber de transparencia en el ejercicio de su actividad y los posibles conflictos de intereses.

Las fuentes de información utilizadas para la elaboración del TFG han sido: bases de datos como Catálogo Roble, Thomson Reuters Aranzadi, Dialnet. La revisión se ha complementado con páginas web oficiales como son la CNMV, ESMA, SEC.

2. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y SU NECESARIO PAPEL EN LA REVITALIZACIÓN DE LA JUNTA GENERAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

2.1. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y RELEVANCIA ACTUAL EN EL CAPITAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Los inversores institucionales (*institutional shareholders*) son aquellas entidades que gestionan profesionalmente la inversión de una pluralidad de personas. Podemos incluir en esta categoría a los fondos de inversión u otras instituciones de inversión colectiva, a los fondos de pensiones, a las aseguradoras o a las entidades de crédito. Para

determinar con más exactitud las entidades que pueden incluirse en esta categoría, debemos acudir al artículo 205.2 del TRLMV³, donde se califican de clientes profesionales:

«a) Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea.

Se incluirán entre ellas:

- 1.º las entidades de crédito,
- 2.º las empresas de servicios de inversión,
- 3.º las entidades aseguradoras o reaseguradoras,
- 4.º las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras,
- 5.º las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado,
- 6.º los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras,
- 7.º los fondos de titulización y sus sociedades gestoras,
- 8.º los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

b) Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar.

c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

³ RD 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Mercado de Valores (BOE de 24 de octubre de 2015).

- 1.º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;
 - 2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;
 - 3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.
- d) Los inversores institucionales que, no estando incluidos en la letra a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.»

Desde la perspectiva del Derecho del mercado de valores, tienen la consideración de inversores cualificados, conforme a lo dispuesto en el artículo 39.1.a) del RD 1310/2005 las entidades que pueden ser calificadas de clientes profesionales, como los fondos de pensiones, las instituciones de inversión colectiva, las compañías de seguros, las entidades de crédito, y las sociedades de valores, que realizan habitualmente y profesionalmente inversiones en valores negociables.

Debemos distinguir estos inversores institucionales de los inversores minoristas⁴ que son aquellos particulares que operan en los mercados financieros careciendo de la condición de inversión institucional. Habitualmente, los importes que invierten suelen ser de escasa entidad y gozan de una protección mayor que los inversores institucionales.

En las últimas décadas, ha habido un crecimiento de la participación de los inversores institucionales en el capital de las sociedades cotizadas, llegando a representar un elevado porcentaje en su capital, en concreto más del 60% de las sociedades norteamericanas, más del 80% en el Reino Unido, y, en España, representan entorno a un 44,1% del total de acciones de sociedades cotizadas⁵. En el resto de Europa suele ser la mayoría del capital flotante⁶.

⁴ Accesible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Profesionales-Minoristas.aspx>.

⁵ CASTELLÓ NEGRE, V., “La inversión extranjera echa raíces en España”, *Cinco Días*, de 11 de abril de 2016. (accesible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/04/11/mercados/1460394100_209415.html última consulta, 21 de julio de 2017)

⁶ TRÍAS SAGNIER, M., «Los inversores y accionistas institucionales en relación con la junta general de accionistas y el consejo de administración de las sociedades cotizadas», *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*, Col. Cuadernos de derecho para ingenieros, Mateu (coord), La Ley, Madrid, 2011, p. 71.

La finalidad perseguida por los inversores institucionales con su participación en el capital de sociedades cotizadas es la de obtener una rentabilidad, ya sea mediante el cobro de dividendos o mediante la revalorización de las acciones. Los inversores institucionales pueden llegar a tener participaciones relevantes en las sociedades cotizadas, aunque existen algunos límites legales. Así, la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva establece, en su artículo 30.2, con el fin de obligar a diversificar los riesgos, que, con carácter general, la inversión en activos e instrumentos financieros de un mismo emisor, o de entidades del mismo grupo, no podrá superar el cinco por ciento o el quince por ciento, respectivamente del activo de la IIC.

Según datos publicados por la CNMV, el mercado bursátil español es un mercado fuertemente concentrado, en el año 2010, en el 28,1% de las sociedades cotizadas (31,4% en el IBEX 35) existía alguna persona, física o jurídica, que poseía la mayoría de los derechos de voto o que ejercía o podía ejercer el control⁷.

Según datos ofrecidos por FERNÁNDEZ DÍAZ, D., (2017) la evolución de la distribución de la propiedad de las acciones cotizadas españolas ha cambiado sustancialmente desde 1992 en que el peso de bancos y cajas era del 15,6%; la administración pública, el 16,6%; la inversión colectiva, el 5%; mientras que empresas no financieras poseían el 7,7% y las familias, el 24,4%. Los datos oficiales del Servicio de Estudios de Bolsas y Mercados Españoles (BME) recogen que la inversión colectiva española fue en el año 2015 del 7,9%; los inversores extranjeros, el 42,3%, las empresas no financieras han pasado al 18,9 % mientras que el Estado y las entidades financieras han pasado al 2,9% y 3,6%, respectivamente. La inversión colectiva extranjera está presente en el IBEX 35 a través de gestoras anglosajonas (*BlacRock, Vanguard, Fydality*) y algunas europeas (*Deutsche Bank, Allianz o Lyxor*).

Respecto de la participación de Cajas y Bancos ha descendido considerablemente Caixabank a través de su fundación mantiene participaciones en Gas Natural, Abertis, Telefónica y Repsol. El Estado tras las privatizaciones de Felipe González y José M^a Aznar posee el 2,9% en IBEX35. Por otro lado, las compañías de origen familiar, siguen manteniendo una participación importante en el IBEX: Amancio

⁷ ESMA Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisor en relación con los emisores españoles, 16 de abril de 2012, p. 9. (accesible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, última consulta 4 de agosto de 2017).

Ortega controla el 59,2% de Inditex; la familia Entrecanales el 54% de Acciona; la familia Escarrer el 51,9% de Meliá, entre otros grupos familiares⁸.

2.2. EL MOVIMIENTO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO Y EL IMPULSO A LA PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LA JUNTA GENERAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

En las últimas décadas, se ha producido un fenómeno generalizado de absentismo en las juntas por parte de los inversores institucionales que no suelen participar en las juntas y tampoco están presentes de forma directa en el consejo de administración. Una de las causas por la que los inversores institucionales no intervienen, es porque prefieren evitar la responsabilidad que recae sobre los administradores. Por esta razón, una parte de los esfuerzos para reformar los sistemas de gobierno corporativo se ha dirigido a estimular la participación de los inversores institucionales en la vida societaria.

Ahora bien, se han producido deficiencias en el gobierno de las sociedades cotizadas debido al absentismo accionarial. Los accionistas institucionales pueden adoptar dos actitudes, una actitud activa o una actitud pasiva en la gestión de sus intereses en las sociedades cotizadas. En el primer caso, ejercen sus derechos de asistencia, información y voto en las juntas, de manera que influyen, en cierta forma, en la gestión de la sociedad, mientras que, si permanecen pasivos, se limitan a invertir y desinvertir con base en criterios financieros y dejan de lado el control de la estrategia y gestión de la sociedad. Esta segunda postura se manifiesta en una posición abstencionista en el ejercicio de sus derechos políticos, donde la mayoría no ejercen sus derechos de asistencia o voto, o delegan su representación a favor de los administradores de la sociedad. Esta situación de absentismo perjudica a los accionistas minoristas, y a la propia sociedad, pues deja en manos del consejo de administración el curso de ésta⁹. La principal causa del abstencionismo de los inversores institucionales es

⁸ FERNÁNDEZ, D., «Los fondos extranjeros se adueñan del IBEX 35», *El País*, de 8 de enero de 2017. (accesible en

http://economia.elpais.com/economia/2017/01/05/actualidad/1483633831_721553.html, última consulta 28 de marzo de 2017)

⁹ DIAZ RUIZ, E., «Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo», *Revista de Derecho Mercantil*, n° 263, 2007, p. 197.

que la emisión de un voto informado puede entrañar costes que, en ocasiones, superan los beneficios que obtienen.

Ante este absentismo, en España, se han adoptado una serie de medidas con la finalidad de implementar mecanismos de control en el funcionamiento de los consejos de administración, e impulsar la revitalización de la junta general. Se han articulado instrumentos que incrementan las posibilidades de los accionistas de intervenir en la adopción de decisiones, con el propósito de que el gobierno de la sociedad no quede exclusivamente en manos del consejo de administración sin un control efectivo. Así, por ejemplo, los accionistas que ostenten al menos el tres por ciento del capital social, con base en el artículo 495 de la LSC, podrán realizar propuestas de votación a incluir en el orden del día de las juntas generales.

En el impulso de estas medidas que fomentan la participación de los inversores institucionales, conviene destacar el papel jugado por 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, que trató de suprimir las trabas al ejercicio del derecho de voto por los accionistas, facilitando su emisión mediante sistemas electrónicos en las juntas, promoviendo de esta manera la participación de los inversores institucionales extranjeros en las juntas generales. Esto queda recogido en el artículo 521.1 de la LSC relativo a la participación a distancia, introducido por la Ley 15/2011, de 1 de agosto¹⁰, el cual establece que «la participación en la junta general y el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrán delegarse o ejercitarse directamente por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, en los términos que establezcan los estatutos de la sociedad, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que participa o vota y la seguridad de las comunicaciones electrónicas.» Así mismo, destacar el artículo 521 bis de la LSC que establece que «en las sociedades anónimas cotizadas, los estatutos no podrán exigir para asistir a la junta general la posesión de más de mil acciones». Conforme a lo anteriormente explicado, los accionistas tendrán derecho a participar en la junta general,

¹⁰ ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., «Los inversores institucionales en las reglas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas», *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*. col Cuadernos de derecho para ingenieros, Mateu (coord), La Ley, Madrid, 2011, pp. 181 a183.

siempre y cuando cumplan los requisitos establecidos en los estatutos de la sociedad para asistir.

Los Códigos de buen gobierno también han establecido medidas dirigidas a hacer más sencilla su participación, como es el caso del informe realizado el día 19 de mayo de 2006 por el grupo especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas¹¹, conocido como informe Conthe¹², el cual contenía una propuesta de Código unificado de buen gobierno en el Anexo I, y en el Anexo II ciertas recomendaciones complementarias. En relación con el tema que tratamos hay que destacar la recomendación número 9 por la que « se recomienda a las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos y Planes de Pensiones y a otros inversores institucionales que ejerciten de forma activa los derechos políticos de las acciones de sociedades cotizadas que posean y que informen a sus partícipes e inversores finales de los criterios generales que, en su caso, sigan al ejercitar tales derechos¹³». Se trata de una recomendación con la intención de impulsar el activismo de los inversores institucionales.

Algunas recomendaciones del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2006, han sido incorporadas a normas legales, como es la recomendación número 6, que aparece recogida en el artículo 524 de la LSC, relativa al fraccionamiento del voto¹⁴, permitiendo a las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas, pero que actúen por cuenta de diversas personas, fraccionar el voto y ejercerlo en sentido divergente en cumplimiento de las instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido.

¹¹ Accesible en http://www.ecgi.org/codes/documents/unified_code_may2006_es.pdf, última consulta, 15 de julio de 2017.

¹² El Código Conthe ha tratado de recoger y consolidar el contenido de los anteriores Códigos, Olivencia 1998 y Aldama 2003.

¹³ *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 19 de mayo de 2006, p. 72. (accesible en http://www.ecgi.org/codes/documents/unified_code_may2006_es.pdf última consulta, 15 de julio de 2017).

¹⁴ *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015 p. 8 (accesible en https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf, última consulta 13 de mayo de 2017).

En relación con el último Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, Código Rodríguez de 2015¹⁵, únicamente menciona a los inversores institucionales cuando indica que las sociedades cotizadas deben contar con una política pública de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto. Esta política de comunicación constituye un principio internacional de buen gobierno, el cual tuvo su primera aparición en el Código Olivencia de 1998¹⁶.

Sin embargo, en materia de instituciones de inversiones colectiva, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, con base en su artículo 46.1 d), establece que «En relación con los fondos gestionados [...], la sociedad gestora estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales.» Así mismo, el artículo 115 apartado b) del reglamento¹⁷ obliga a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva a participar en la vida societaria velando por el interés de los partícipes.

Por otro lado, el reglamento de planes y fondos de pensiones¹⁸, sufrió una modificación el día 2 de agosto de 2014, en materia de participación y voto en las juntas generales. Así queda recogido en su artículo 69.7 párrafo tercero, que establece el deber de ejercer el derecho de participación y voto «en caso de relevancia cuantitativa y carácter estable de los valores integrados en el fondo, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe de gestión anual del Fondo de Pensiones.»

Así pues podemos afirmar que existe un avance legal, que incita y favorece el que los inversores profesionales participen activamente en las juntas generales de las sociedades en cuyo capital participan.

¹⁵ *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015, también denominado Código Rodríguez. Fue elaborado con el apoyo y asesoramiento de la Comisión de expertos y aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 18 de febrero de 2015.

¹⁶ *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015 p. 19.

¹⁷ RD 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. (BOE de 20 de julio de 2012).

¹⁸ RD 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. (BOE de 25 de febrero de 2004).

2.3. DIFICULTADES PRÁCTICAS DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LA JUNTA GENERAL

Pese a los avances legales, la participación de los inversores institucionales se ve dificultada por diversos motivos, entre los que podemos destacar dos: los costes de su participación, y las dificultades prácticas para participar.

La emisión de un voto informado comporta unos costes de búsqueda y análisis de la información disponible. En ocasiones, el emitir un voto informado en la junta general de accionistas conlleva unos gastos superiores a los obtenidos por vía dividendos. Así pues, los inversores institucionales prefieren abstenerse de ejercer sus derechos inherentes relativos a las acciones.

Por otro lado, en relación al ejercicio de los derechos inherentes a los accionistas no residentes podemos observar algunas barreras. Podemos encontrar dificultades debido a la distancia física existente entre el lugar de celebración de la junta general y del accionista. Algunas empresas en la actualidad no dan un plazo suficiente para formular un voto informado y transmitirlo. Este perjuicio se agrava aún más cuando se trata de inversores no residentes. LARGO GIL, R., (2016) afirma que «la Directiva 2007/36/CE estaba pensando en resolver los problemas que planteaba el voto transfronterizo»¹⁹.

Una posible solución a estos problemas es el recurso a los asesores de voto.

3. LOS ASESORES DE VOTO. CONCEPTO, RELEVANCIA PRÁCTICA Y REGULACIÓN

3.1. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y RELEVANCIA PRÁCTICA

Los asesores de voto son entidades o personas que prestan servicios de asesoramiento a socios con derecho a voto sobre el sentido del mismo en las juntas

¹⁹ LARGO GIL, R., «El deber de información general a través de la página web a partir de la publicación de la convocatoria de la junta», en *Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada*, Rodríguez Artigas *et al.* (dir.), t. I, Aranzadi, S.A, Navarra, 2016, p. 655.

generales de accionistas²⁰. Los accionistas que recurren a estos servicios suelen ser en su mayoría inversores institucionales que requieren de un asesoramiento para la elaboración de una decisión. Dicha decisión versa sobre el sentido del voto que deben emitir como consecuencia de la posesión de acciones en sociedades cotizadas.

En cuanto a la relevancia práctica, en Norteamérica, cuna de la figura de los *proxy advisors*, se encuentran las dos compañías más importantes que son, *Institutional Shareholder Services* (ISS)²¹ fundada en 1985, la cual tiene su sede en Delaware (EEUU) y cuenta con oficinas fundamentalmente en EEUU, aunque también tiene presencia en Europa, Japón, Canadá y Australia. La participación aproximada en el mercado de EEUU es de un 61%²² mientras que la segunda compañía más importante es *Glass Lewis & Co* de origen canadiense, más reciente, fundada en 2003. Esta entidad ostenta un 37% de la participación aproximada en el mercado de asesoramiento de voto de manera profesional en EEUU.

En la panorámica europea las entidades con mayor relevancia en el sector de los asesores de voto son:

En Reino Unido²³, *Manifest, Pensions Investment Research Consultants* (PIRC) e *Institutional Voting Information Service* (IVIS).

En Francia, destacar la entidad *Proxinvest*²⁴ fundada en 1995 por Pierre- Henri, cuyo ámbito de actuación está dirigido a inversores institucionales franceses y suizos. Únicamente prestan servicios a inversores, no trabajan con emisores.

²⁰ PALUZIE PLANA, Á., « Delegaciones de voto (proxy) y Asesores de voto (proxy advisors)», *Entre leyes y jurisprudencia*, de 7 de abril de 2017 (accesible en <http://www.leyesyjurisprudencia.com/2017/04/delegaciones-de-voto-proxy-y-asesores.html>, última consulta 4 de junio de 2017).

²¹ Así lo destaca ESMA *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisors en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012, p. 39. Por otro lado, ALLAIRE, Y., *Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote*, 7ª edic., Institut sur la Gouvernance, Montréal, 2013, p. 7. Vid. https://igopp.org/wp-content/uploads/2014/07/PP_RolePreoccupantConseillersVote-pp7_Allaire_FR-singlepage-SHORT_v2.pdf alerta de los riesgos que entraña el relevante papel de este *Proxy Advisor* señalando que: «En el caso del ISS, la agencia también es vulnerable a los conflictos de intereses. Su papel en la definición de lo que constituye un buen gobierno, una junta efectiva y una remuneración justa para los líderes les da una influencia desproporcionada y poco saludable sobre el funcionamiento de las sociedades cotizadas».

²² PRICE WATERHOUSE COOPERS, *Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*, p. 9,20. (accesible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>, última consulta 31 de agosto de 2017).

²³ PRICE WATERHOUSE COOPERS, *Proxy Advisors...*, cit., p. 9.

En Alemania, *Internet Voting Execution* (IVOX) fundada en 2006 por Alexander Juschus y Mike Danbury. Su principal clientela es alemana y austriaca. Ésta, en cambio, sí que realiza algún tipo de servicio con emisores.

La influencia de los asesores de voto varía en función de la concentración del capital de las sociedades cotizadas y del porcentaje que posean los inversores institucionales. Cuanto mayor *free-float*, mayor influencia²⁵.

En España se ha constituido en 2017 la entidad *Corporance*²⁶, fundada por Juan Prieto (Director General), y Ramón Hernández (Socio y Director Legal). *Corporance* es el primer asesor de voto español que ofrece soluciones de gobierno corporativo y recomendaciones de voto a inversores institucionales.

Existe poca información sobre el seguimiento por parte de los asesores de voto de los emisores españoles, si bien las principales empresas del IBEX 35 son seguidas por éstos.

3.2. FUNCIONES DE LOS ASESORES DE VOTO

3.2.1. Frente a los inversores

Los asesores de voto desempeñan diversas funciones en el ejercicio de su labor. Su actividad principal es la de emitir recomendaciones basadas en criterios proporcionados por el inversor, para que éste ejerza su derecho de voto en una dirección concreta. Para emitir dicha recomendación de voto, los asesores deben realizar un trabajo previo, como es reunir la información oportuna para realizar un estudio de la sociedad cotizada, desde el momento que se contratan sus servicios, hasta el final, concluyendo con un informe que remiten a su cliente.

²⁴ ESMA, *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisor en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012, pp. 42,43. (accesible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, última consulta 4 de agosto de 2017).

²⁵ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., «Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas», *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 48, 2016, p. 225.

²⁶ Sobre esta primera compañía española de asesores de voto, (accesible en <http://www.corporance.es/>, 20 de julio de 2017).

Los asesores de voto analizan previamente los puntos del orden del día de la junta general que se va a celebrar, en la que el inversor tiene acciones. Ahora bien, los análisis de las propuestas incluidas en los órdenes del día de las sociedades cotizadas, pueden ser de carácter estándar o personalizado, en función del servicio que se contrate; de tal manera que habrá un estudio más generalizado teniendo en cuenta estándares de gobiernos corporativos, o más preciso y minucioso en el caso de los servicios personalizados. Ambos servicios finalizan con la recomendación por parte del asesor de voto al inversor, donde éste deberá votar en cada uno de los puntos que se vayan a tratar en la junta general, manifestando un voto positivo, negativo o una abstención. En algunas ocasiones, los inversores institucionales acuden a varios asesores de voto para tener una mayor certeza de cómo emitir su voto en las juntas generales de accionistas.

Se puede dar el caso, de que el asesor de voto realice simples indicaciones sobre los puntos que puedan ser más problemáticos a la hora de adoptar una decisión, ya sea por su complejidad o poco conocimiento del inversor sin que, finalmente, realice una recomendación. A pesar de no finalizar estas indicaciones con una recomendación sobre el sentido del voto que debería ejercer el inversor, en las simples indicaciones ya aparece un asesoramiento implícito, que sería lo que el asesor haría en caso de ser el cliente. Podemos decir que los clientes, adquiriendo estos servicios tienen conocimiento de qué harían los profesionales en su posición, es decir, en caso de ser los asesores de voto quienes poseyesen tales acciones, qué decidirían ellos, qué sería lo mejor para sus intereses personales.

Ahora bien, hay que exponer de nuevo que los asesores ofertan varios tipos de servicios a la hora del asesoramiento, que son: estándares, y personalizados. En el caso de los asesoramientos estándar, son algo criticados ya que no se tienen en cuenta factores concretos de la sociedad cotizada en particular, ni de las necesidades de los inversores, sino que se da una recomendación genérica basada en unos criterios estandarizados como, por ejemplo, el ámbito geográfico en el que se encuentra la sociedad. En relación al servicio prestado de asesoramiento personalizado²⁷, los asesores de voto a cambio de una retribución mayor, realizan un examen más exhaustivo que el estandarizado, en el que las recomendaciones emitidas no son ya

²⁷ La entidad de asesores de voto más relevante ISS publicita sus servicios a través de su página web. (accesible en <https://www.issgovernance.com/solutions/governance-advisory-services/>, última consulta 20 de julio de 2017).

genéricas, sino fruto de un análisis minucioso de la sociedad en cuestión, con la finalidad de que los inversores a la hora de ejercer su derecho a voto, éste sea emitido con las máximas garantías acorde a sus intereses.

Podemos decir que, gracias al trabajo desempeñado por los asesores de voto, los inversores institucionales pueden emitir su voto de una forma rápida²⁸. No obstante, será el inversor quien decida la dirección de su voto al margen de la recomendación emitida.

Una de las actividades llevadas a cabo por los asesores de voto es mantener conocedores en todo momento y de forma constante a los titulares o sus representantes, para ello establecen un servicio de alerta *on line* con el objetivo de notificar todo el proceso de información y sus novedades referentes a las juntas generales de accionistas. Esta actividad está relacionada con la tarea principal que consiste en asesorar en el ejercicio de voto al inversor conforme a sus propios intereses. De esta manera, emiten recomendaciones y dan instrucciones al cliente de la sociedad cotizada en la que tiene una serie de acciones.

El medio a través del cual están en comunicación los asesores de voto con los inversores institucionales es por vía electrónica. Dichos inversores acceden a través de unos códigos personales, a una página *web* en la que el cliente tiene conocimiento de todas las situaciones pertinentes que considera el asesor que son relevantes, como puede ser la convocatoria de nuevas juntas generales de accionistas de las que el cliente posee títulos. Así mismo se recoge en dichas *webs* un formulario de voto en el cual el inversor plasma su decisión, con arreglo a la recomendación emitida por el asesor de voto.

Una vez rellenado el formulario de voto se remite, y en relación al envío se pueden dar varios supuestos²⁹. El primer supuesto es que sea el mismo inversor el que envíe dicho voto, a la sociedad cotizada que ha sido objeto del análisis desempeñado por el asesor, una vez impreso y firmado por el cliente. En segundo lugar, podrá ser el propio asesor de voto quien se encargue personalmente de hacerlo llegar. El envío será

²⁸ Véase GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*, Aranzadi, Pamplona, 2014, p. 46. Las plataformas ofrecen la posibilidad de forma predeterminada de votar a favor de las propuestas del órgano de administración; en contra de las propuestas del órgano de administración; en el sentido recomendado por el asesor de voto o abstenerse.

²⁹ GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., pp. 42-43.

recibido por el custodio en caso de que se trate de un voto transfronterizo intermediado, o por la sociedad en cuya junta se vota, ya sea directamente a través del órgano establecido para ello, o a través una persona designada al efecto.

También es posible que sea el asesor de voto quien gestione la remisión del voto. En tal caso, una vez que el asesor de voto recibe el voto del inversor, no procede instantáneamente al envío de éste, sino que espera hasta unos días antes de que se celebre la junta general, con la finalidad de que pueda cambiar el inversor el sentido de su voto si así lo considera. En cualquier caso, deberán respetarse los plazos previstos para la remisión del voto a distancia. El establecimiento de la comunicación a través de las páginas web, permite una comunicación rápida y fiable entre cliente y asesor. Por eso cada vez más, la figura de los asesores de voto resulta de notable utilidad a inversores institucionales, que no pueden dedicarse plenamente al estudio de los órdenes del día, cuando tienen carteras muy diversificadas.

Otros servicios prestados por los asesores de voto, consisten en la representación de sus clientes en la junta general de accionistas, ejerciendo el derecho de información y voto de éstos. Dicha representación se tiene que llevar a cabo conforme a lo establecido en los respectivos ordenamientos, en el caso de España se llevará a cabo como establece en el artículo 522 LSC.

También se suele prestar un servicio posterior a la votación, consistente en realizar un informe sobre el resultado de las votaciones de la junta general de accionistas.

3.2.2. Frente a las sociedades cotizadas

Una vez tratada las funciones que llevan a cabo los asesores de voto con los inversores, debemos de tratar las prestaciones realizadas con las sociedades cotizadas emisoras. Estas prestaciones consisten en el asesoramiento sobre gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, es decir, las normas, los procedimientos que regulan la estructura, el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa, como la junta directiva, el consejo de administración, temas relativos a la retribución de los administradores, fusiones, etc., en definitiva tratan sobre la gestión, diseño y mejora de su gobierno corporativo. El objetivo es mejorar en cuanto a su eficacia y responsabilidad en la gestión.

Las sociedades cotizadas emisoras pueden contratar también servicios de análisis en diversos ámbitos, como puede ser en concreto la tendencia de voto de los inversores institucionales en los últimos años, o un estudio a rasgos generales en materia de gobierno corporativo. También ofrecen servicios en materia de recomendaciones sobre retribución de los administradores.

3.2.3. Frente al público inversor en general

Los asesores de voto desarrollan unos *rankings* usando como criterio el grado de cumplimiento de las sociedades cotizadas. Estos *rankings* sirven para que los inversores institucionales tengan conocimiento sobre la gobernabilidad de las sociedades, y de forma directa les ayuda a valorarlas desde un aspecto corporativo. De tal manera estos rankings reflejan de algún modo la calidad del gobierno corporativo desde el punto de vista de los asesores de voto, de ahí que les interese estar en la parte superior de ellos.

3.3. REGULACIÓN

El hecho de que los asesores de voto sean una figura novedosa, sobre todo en España, conlleva una normativa a distintas velocidades en los distintos países donde éstos actúan. La figura tiene su origen en Estados Unidos y es allí donde se regula por vez primera, extendiéndose posteriormente a otros países.

3.3.1. Antecedentes en Derecho norteamericano

La figura de los *proxy advisor* surge en Estados Unidos³⁰ en los años 70. En el año 1974, se aprueba la *Employee Retirement Income Security Act*, también conocida como *ERISA*, con la finalidad de fomentar la participación de los inversores institucionales en las juntas generales de accionistas. Su aprobación obligó a muchos inversores institucionales a contratar los servicios de entidades especializadas en análisis de información financiera y recomendación de voto.

A las primeras empresas especializadas en tareas de asesoramiento a grandes inversores en materia de voto se les aplicaba la regulación propia de los asesores de

³⁰ HERNÁNDEZ GUIJARRO, L., *Qué es un proxy advisor y su impacto en las sociedades cotizadas españolas*, de 20 de enero de 2016 (accesible en <http://www.fundsociety.com/es/opinion/que-es-un-proxy-advisor-y-su-impacto-en-las-sociedades-cotizadas-espanolas>, última consulta 13 de julio de 2017).

inversión ya que la Comisión de Bolsa y Valores (*Securities and Exchange Commission- SEC*³¹), en interpretación de las disposiciones del *Investment Advisers Act* de 1940³² estimó que los asesores de voto deberían considerarse como asesores de inversión, por desempeñar de una forma profesional la tarea de elaborar informes y análisis sobre valores que integran la cartera del cliente³³. Cabe destacar que, a pesar de dicha interpretación de la SEC, los asesores de voto no se encuentran sometidos al régimen de la *Investment Advisers Act* previsto para los asesores de inversión, sino a un régimen especial que tiene disposiciones comunes con la de los asesores de inversión. Esta consideración de la SEC tiene base en que la Ley de 1940 regula una actividad específica de los asesores de inversión con unas características concretas que no comparten los asesores de voto en sus recomendaciones de voto.

La *Investment Advisers Act* establece un régimen de registro y exenciones ante la SEC, en virtud del cumplimiento de unos requisitos. Para el caso de los asesores de voto también se aplica este régimen. Dicha Ley establece que no podrán registrarse ante la SEC, compañías que no gestionen más de 25 millones de dólares en activos. Esto es de difícil cumplimiento por parte de los asesores de voto, pues las prestaciones de servicios ofrecidas por éstos, no tratan de gestionar, sino de asesorar. Aquí es donde entra una excepción que permite que se registren ante la SEC, cuando el asesor sea consultor de fondos de pensiones cuya cartera agregada de activos, ascienda a 200 millones de dólares como mínimo³⁴. La excepción citada fue de la que se sirvió la entidad más importante de Proxy Advisor que es *Institutional Shareholder Services* (ISS) fundada en 1985, para registrarse de forma voluntaria ante la SEC. El hecho de registrarse conlleva unas responsabilidades, como el someterse a inspecciones de su actividad por un órgano de inspección de la SEC. Lo ideal sería que la SEC pudiera supervisar todos los asesores de voto y no solamente los que están registrados.

³¹ Fue creada por la sección 4 de la Ley de intercambio de Valores (*Securities Exchange Act*) de 1934,. La SEC es una agencia del Gobierno de EEUU que tiene como su principal misión hacer cumplir la Ley de Valores de 1933, la Ley de Fideicomiso de 1939, la Ley de Compañías de Inversión de 1940, la Ley de Asesores de Inversión de 1940, y otras leyes.

³² En la *Investment Adviser Act* de 1940 aparece recogida la definición de asesores de inversión en la *Section 202 (a)(11)* pág. 3.

³³ GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., p. 131-135.

³⁴ GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., p. 135.

La SEC en 2003³⁵ obligó a los fondos de inversión a adoptar políticas y procedimientos para garantizar que en el ejercicio de su derecho de voto defendiesen los intereses de sus accionistas y clientes. Posteriormente, se impuso esta obligación a los fondos de pensiones.

En el año 2010, entró en vigor la Ley *Dodd-Frank*³⁶ de reforma financiera y de protección de los consumidores, refrendada por Barack Obama el día 11 de julio de 2010. Dicha Ley supuso una gran reforma financiera, regulando la mayor cantidad de aspectos posibles en dicho ámbito para tratar de hacer frente a la crisis de 2008-2009, y devolver la confianza a los inversores. Con la aparición de dicha ley parece activar aún más la proactividad de los inversores institucionales al aumentar el ámbito de materias sometidas a la junta³⁷. La recuperación de la confianza por parte de los inversores actúa de forma directa en la participación de los asesores de voto, ya que cuanto más inversiones haya, más necesaria será la contratación de asesores de voto.

Así mismo es de notable interés, destacar la Ley de Reforma de Gobierno Corporativo y Transparencia- HR5311³⁸ que se llevó a cabo en 2016, que será comentada en el apartado de 5.1. La citada Ley de Reforma de Gobierno Corporativo y Transparencia modifica la *Securities Exchange Act* de 1934, afectando a las firmas de asesores de voto que se registren ante la SEC.

3.3.2. Regulación comunitaria. La Directiva 36/2007/CE y su reciente modificación por la Directiva 828/2017/UE

En el ámbito europeo, mediante el Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, se creó la Autoridad

³⁵ ESMA, *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisor en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012, p. 2.

³⁶ CNMV, «Cambios sustanciales que conllevó la Ley Dodd- Frank». (accesible en http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=&jera_id=&cont_id=90, última consulta 28 de julio de 2017)

³⁷ PERDICES HUETOS, B., «Las agencias de calificación crediticia y los proxy advisors», *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*, Col. Cuadernos de derecho para ingenieros, Mateu (coord.), La Ley, Madrid, 2011, p. 150.

³⁸ U.S. GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (GAO), *Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices*, p.6. (accesible en <https://www.gao.gov/assets/690/681050.pdf>, última consulta 3 de julio de 2017) Ley de Gobierno Corporativo y Transparencia de 2016- HR5311 (*Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016, H.R. 5311*) (accesible en <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/5311/text>).

Europea de Valores y Mercados, de ahora en adelante AEVM³⁹, cuya principal función es mejorar la protección de los inversores y promover mercados financieros estables y ordenados. Esta autoridad ha estudiado las distintas posiciones que pueden adoptarse para abordar el fenómeno de los asesores de voto en la Unión Europea. En un primer momento, al ser un fenómeno novedoso en Europa y no tener un gran impacto, la AEVM redactó un *Discussion Paper* que remitió a los distintos agentes intervinientes en el mercado para obtener una base fiable sobre la que realizar una posible regulación de la actividad de los asesores de voto. En dicho *Discussion Paper* se plantearon cuatro opciones en relación a cómo regular la materia⁴⁰ que eran:

- No tomar ninguna iniciativa legislativa.
- Que fueran los propios Estados Miembros quienes desarrollaran códigos relativos a los Proxy Advisor.
- Adoptar instrumentos regulatorios cuasi-vinculantes a nivel de la Unión Europea como guías y recomendaciones.
- Adoptar instrumentos regulatorios a nivel europeo como el establecimiento de un sistema europeo de registro y supervisión de los Proxy Advisor.

Este planteamiento no obtuvo una respuesta uniforme por parte de emisores, inversores institucionales y asesores de voto, lo que llevó a la AEVM a considerar que lo más adecuado era fomentar una autorregulación con un código de conducta, elaborado por un grupo de personas formado en su mayoría por representantes del sector de los asesores de voto.

La AEVM con el objetivo de impulsar su elaboración dictó una serie de principios-guías respecto a dos aspectos esenciales relacionados con la actuación de los asesores de voto⁴¹: por un lado, la identificación, publicación y gestión de los conflictos de interés y, por otro lado, impulsar la transparencia en el ejercicio de los servicios prestados, y asegurar la exactitud y fiabilidad de sus recomendaciones. Se pretendía mantener la libertad de actuación y que estos códigos, con el paso del tiempo, acabaran siendo estándares de buenas prácticas. La adopción de este código de conducta, se consideraba preferible antes que instaurar una regulación normativa, porque al ser una

³⁹ En terminología inglesa, *European Securities and Markets Authority –ESMA–*.

⁴⁰ GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., p. 139.

⁴¹ GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., p. 140.

figura novedosa con fuertes barreras de entrada, provocaría indirectamente que no surgieran nuevos asesores en el sector, restringiendo aún más la competencia.

El hecho de ser los asesores de voto una nueva figura dificultaba conocer su impacto en los mercados. Esto y las posibles problemáticas que se derivan del ejercicio de su actividad, empuja a la necesidad de establecer una regulación en el ámbito europeo.

Mientras tanto, en el Reino Unido, el *UK Stewardship Code* publicado por el *Financial Reporting Council*⁴² en julio de 2010 contenía algunos principios y directrices que afectaban a los inversores institucionales, como la recomendación de publicar si reciben información de algún Proxy Advisor, el modo en que utilizan estos servicios e informar sobre cómo ejercitan su derecho a voto en las sociedades en las que participan.

En Francia, el artículo L.533-22 del Código Monetario y Financiero obligaba a las compañías de gestión de activos a ejercitar el derecho de voto de las acciones bajo gestión en interés de los beneficiarios últimos e informar a la *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) sobre el ejercicio de los derechos de voto o explicar las razones cuando no se ejercen⁴³.

El EFAMA *Code for External Governance*, publicado en abril de 2013 por el *European Fund and Asset Management Association*⁴⁴ recomendaba a los inversores institucionales que informen sobre cómo ejercitan los derechos de voto y si contratan servicios de algún asesor de voto. Mencionar que este código es de aplicación voluntaria.

Finalmente, se han afrontado dichas problemáticas con la aprobación de un nuevo marco regulatorio. El 23 de marzo de 2017, se aprobó la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017⁴⁵, por la que se modifica

⁴² ESMA, *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisor en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012, p. 3. (accesible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, última consulta 4 de agosto de 2017).

⁴³ ESMA, *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisor en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012, p. 3. (accesible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, última consulta 4 de agosto de 2017).

⁴⁴ Fondo Europeo y Asociación de Gestión de Activos.

⁴⁵ Accesible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=ES>

la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Esta reforma va a suponer cambios en el régimen legal aplicable de las sociedades cotizadas, en concreto la modificación del Título XIV de la LSC. La necesidad de la reforma se deriva de la crisis financiera, y para hacer frente a las deficiencias de los gobiernos corporativos de las grandes sociedades, como la falta de control adecuado por parte de los accionistas de las sociedades, los elevados costes y dificultades para el ejercicio de los accionistas de sus derechos, y retribuciones injustificadas de directivos y consejeros.

Se incorpora un nuevo capítulo 1 bis en la Directiva con la finalidad de ampliar la materia relativa a la identificación de los accionistas, la trasmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas.

La nueva Directiva hace referencia por primera vez a los asesores de voto, en su Preámbulo y en el Capítulo 1 ter que lleva por título «Transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto». La finalidad de la Directiva es impulsar la participación de los inversores institucionales en el funcionamiento de las sociedades donde participan. A las compañías que se dedican a gestionar se les imponen deberes de transparencia así como a los asesores de voto. En particular, a los asesores de voto se les impone la obligación de explicar el código de conducta al cual se someten en el ejercicio de su actividad, y la obligación de publicar anualmente la información que establece la Directiva. En relación con la difusión de información se pretende conocer los criterios de actuación tenidos en cuenta a la hora de emitir sus recomendaciones, y averiguar qué relaciones existen entre los propios asesores de voto y las sociedades en las que intervienen.

La Directiva 828/2017 comienza con una exposición de motivos, de la que conviene destacar, a los efectos que aquí nos ocupan, el párrafo 25, por el que establece que debido a la posible influencia que pueden tener en el comportamiento de los inversores respecto del voto, deben estar sujetos a requisitos de transparencia. A continuación el párrafo 26 aclara que, «Los Estados Miembros deben garantizar que los asesores de voto que estén sujetos a un código de conducta informen efectivamente sobre su aplicación de dicho código. Así mismo, deben revelar determinados datos esenciales relacionados con la preparación de su investigación, asesoramiento y recomendaciones de voto y cualquier conflicto de intereses real o potencial que pueda

influir en la preparación de la investigación, el asesoramiento y las recomendaciones de voto.»

A continuación vamos a exponer que artículos de la nueva Directiva 828/2017 afectan a los asesores de voto.

El artículo 1 de la Directiva 2007/36CE ha sido modificado. A efectos de la aplicación del Capítulo I ter, el Estado Miembro 2.b) establece que será competente el Estado Miembro en el que el asesor de voto tenga su domicilio social. En caso de no encontrarse en un Estado Miembro será donde tenga su establecimiento principal y, por consiguiente, si no tuviere domicilio social ni un establecimiento principal en un Estado Miembro, será aquel donde el Proxy Advisor tenga un establecimiento.

Por otra parte, el Capítulo I ter, art.3.1 undecies, trata la materia relativa a la Transparencia de los asesores de voto y establece que «los Estados Miembros garantizarán que los Proxy Advisor hagan referencia pública al código de conducta que apliquen e informen sobre su aplicación». En el caso de que los asesores de voto no apliquen ningún código de conducta, deberán explicar de forma clara el motivo. Si la aplicación de un código de conducta es parcial, harán constar que partes no están siguiendo, y explicar los motivos de la falta de aplicación, indicando medidas alternativas que hayan adoptado. Esta información deberá hacerse pública en las respectivas páginas *web* de los asesores de voto y ser actualizada anualmente.

En relación a la información y fiabilidad emitida por los asesores de voto, debemos acudir al apartado 2 de dicho artículo. En dicho precepto se exige la publicación anual de toda la información de la que se sirvan para la preparación de sus investigaciones, asesoramiento y recomendaciones de voto, como son: los métodos aplicados y sus características, las principales fuentes de información utilizadas, los procedimientos llevados a cabo para garantizar la calidad de sus servicios, si mantienen diálogo con sociedades que son objeto de sus servicios, y la política relativa a la prevención y gestión de conflictos de intereses potenciales. Toda esta información mencionada deberá ser recogida en sus respectivas páginas *web* y estar disponibles durante los 3 años siguientes de la fecha de publicación.

Por último, los Estados Miembros garantizarán que los asesores de voto informen a sus clientes en caso de posibles conflictos de intereses.

La Comisión, en estrecha colaboración con la AEVM, presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre la aplicación del antes mencionado artículo 3 undecies en el que se trate la idoneidad de su aplicación y eficacia. Se tendrá en cuenta la evolución del mercado de la UE e internacional, y se publicará un informe en junio del año 2023, si procede con nuevas propuestas legislativas.

3.3.3 Regulación en España

La figura del Proxy Advisor aparece en nuestro país como consecuencia de que gran parte de los inversores institucionales que operan en los mercados españoles son extranjeros, fundamentalmente anglosajones, mientras que los principales inversores institucionales españoles, fondos de inversión y de pensiones, no suelen recurrir a la contratación de Proxy Advisors, al estar obligados al ejercicio de voto solo en limitadas ocasiones.

La Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, art. 46.1.d) establece que «En relación con los fondos gestionados [...] la sociedad gestora estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales. Por otro lado, debemos mencionar 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 anteriormente mencionada, el cual establece que las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva solo están obligadas a ejercer el derecho de voto respecto a las sociedades españolas en las que, la participación supere el 1% del capital social, siempre y cuando fuese española y su participación se mantuviese más de doce meses⁴⁶, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos como puede ser, por ejemplo, la falta de información suficiente para ejercer el derecho de voto de una forma adecuada. Debe informarse de ello en el correspondiente informe anual.

En relación con los fondos de pensiones, el art. 69.7 de RD 304/2004, de 20 de febrero, Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, establece que la comisión de control «estará obligada a ejercer el derecho de voto en caso de relevancia cuantitativa y carácter estable de los valores integrados en el fondo, salvo que existan motivos que

⁴⁶ Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. (BOE de 5 de noviembre de 2003).

justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe de gestión anual del Fondo de Pensiones».

La vigente normativa comunitaria, la Directiva 2017/828, vincula a España como Estado Miembro que es de la Unión Europea. La Directiva vincula en el resultado a obtener, pero deja en manos de las instituciones nacionales la vía y medios para cumplir la incorporación y modificación que conlleva dicha reforma. El plazo⁴⁷ que dispone España para adoptar la reforma es de 24 meses, así pues en un futuro próximo, el gobierno va a afrontar la correspondiente reforma de la LSC con el objetivo de cumplir la Directiva aprobada por el Parlamento y el Consejo Europeo.

4. RELACIÓN ENTRE EL ASESOR DE VOTO Y EL INVERSOR INSTITUCIONAL

El tipo de negocio jurídico existente entre el asesor de voto y los inversores institucionales consiste en un contrato de arrendamiento de servicios. La actividad llevada a cabo por parte de los asesores de voto como hemos mencionado versa sobre la prestación de servicios de asesoramiento a quién debe ejercitar el derecho de voto en las juntas generales.

La definición del contrato de servicios se encuentra recogida en el artículo 1544 del RD de 24 de julio de 1889, por el que se publica el Código Civil, el cual establece «En el arrendamiento de obras o servicios, una de las partes se obliga a ejecutar una obra o a prestar a la otra un servicio por precio cierto». Dicho precepto regula tanto el contrato de obra como el de servicios. La distinción entre ambos contratos es que en el contrato de obra, se tiene como finalidad un resultado mientras que el contrato de servicios consiste en desarrollar una actividad, según CERVILLA GARZÓN desplegar una actividad diligente⁴⁸.

El contrato de servicios se encuentra regulado en la Sección Primera del Libro IV, Capítulo III del CC, que abarca los artículos 1583 a 1587. Debemos destacar que la

⁴⁷ SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., «Reforma de la Directiva de derechos de los accionistas» *El blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte* (accesible en <http://jsanchezcalero.com/reforma-la-directiva-derechos-los-accionistas/>, última consulta 4 de julio de 2017).

⁴⁸ CERVILLA GARZÓN, M., *La prestación de servicios profesionales*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2001, p. 70.

regulación establecida en el CC se trata de una regulación en gran parte derogada por la regulación especial del contrato de trabajo, es decir, por la regulación contenida en el Estatuto de los Trabajadores. Esta opinión es adoptada por algunos autores, mientras que otros admiten la existencia residual de dichos artículos para las relaciones excluidas en la regulación laboral⁴⁹.

Las características del contrato de servicios es que es un contrato consensual, es decir, se perfecciona por el acuerdo de las partes. También es bilateral y recíproco, produce obligaciones para ambas partes, tanto para el arrendador (prestar el servicio) como para el arrendatario (el pago de un precio cierto). Así mismo es un contrato oneroso, la existencia de precio es un requisito fundamental⁵⁰.

Las partes que intervienen en dicho contrato son los asesores de voto y los inversores institucionales. Del contrato derivan obligaciones para ambas partes. Para los inversores institucionales (arrendatario) la obligación fundamental es el pago de un precio por los servicios prestados, aunque también pueden preverse otras obligaciones en el contrato como el suministro de información. Los asesores de voto (arrendador) están obligados a la prestación del servicio que consiste en emitir una recomendación sobre el sentido del voto a ejercer por los inversores.

La temporalidad del contrato se encuentra recogida en el artículo 1583 del CC. Dicho artículo establece que «Puede contratarse esta clase de servicios sin tiempo fijo, por cierto tiempo, o para una obra determinada. El arrendamiento hecho por toda la vida es nulo». En el caso de los asesores de voto y los inversores institucionales entendemos que la duración se alarga hasta que se produce la emisión de la recomendación por parte de los asesores de voto, es decir, una vez emitida dicha recomendación se da por finalizado el contrato de servicios.

⁴⁹ MARTÍNEZ DE AGUIRRE ALDAZ, C., «Los contratos de obras y de servicios», *Contratos y Responsabilidad Civil*, Col. Cuadernos de derecho para ingenieros, Martínez (coord), vol. II, Edisofer, Madrid, 2016, p. 190.

⁵⁰ MARTÍNEZ DE AGUIRRE ALDAZ, C., «Los contratos de obras y de servicios», *cit.*, p. 189.

5. PROBLEMAS QUE GENERA LA INTERVENCIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO

La intervención de los asesores de voto a lo largo de estas últimas décadas ha generado preocupación tanto para los emisores, como para los reguladores. Uno de los principales motivos es el deber de transparencia, así como los posibles conflictos de intereses que se producen en el cumplimiento de sus obligaciones.

5.1 LA NECESARIA TRANSPARENCIA EN LA ACTUACIÓN DEL PROXY ADVISOR

Como hemos establecido, los asesores de voto en el desempeño de su prestación deben actuar conforme a un deber de transparencia.

En primer lugar, los asesores de voto en relación con los emisores no tienen un contacto periódico, aunque sí que se producen contactos. Estos contactos permiten reportar errores en las recomendaciones realizadas por los asesores de voto. Hay que mencionar que los asesores de voto no tienen ningún tipo de contacto con los emisores previa formulación de sus recomendaciones, con el objetivo de mantener una independencia de su actividad, reduciendo cualquier tipo de presión por parte de los emisores para modificar sus recomendaciones⁵¹. Debemos destacar que la ausencia de contacto, para obtener dicha independencia antes de la formulación de las recomendaciones, puede provocar errores en la calidad de las recomendaciones emitidas por los asesores de voto.

Otra cuestión que debe tener transparencia son las políticas de voto utilizadas por los asesores de voto, es decir, explicar su metodología, los análisis o técnicas llevadas a cabo para elaborar las recomendaciones, así como informar de las posibles relaciones existentes entre los asesores de voto y emisores.

Ante la creciente intervención de los asesores de voto, se sugirió en el ámbito europeo el establecimiento de un código de conducta, el cual fuera elaborado por los

⁵¹ ESMA, *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisors en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012, p. 17. (accesible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, última consulta 4 de agosto de 2017).

propios asesores de voto, o por cada Estado Miembro de la Unión Europea, bajo una serie de pautas emitidas por la ESMA. Los principales objetivos del código de conducta era optimizar la calidad de las recomendaciones y evitar una estandarización de los análisis, dotar de transparencia las actuaciones de los asesores de voto, a través de la emisión de sus políticas de voto. También tratar de evitar o minimizar posibles conflictos de intereses y exigir responsabilidad por parte de los asesores de voto frente a clientes y emisores⁵².

Finalmente, en el ámbito europeo, se ha conseguido mediante su actual normativa y recomendaciones de los últimos años que los asesores de voto ejerzan su labor con mayor transparencia. Ejemplo de ello es la introducción de la nueva Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017⁵³, 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. Dicha Directiva incorpora en su artículo 3 undecies «la Transparencia de los asesores de voto».

Debemos destacar el apartado 2 de dicho artículo, donde se exige a los asesores de voto que publiquen de forma anual una serie de informaciones con la finalidad de que los clientes estén informados y tengan consciencia de la fiabilidad de las recomendaciones emitidas por los asesores. Las informaciones exigidas en dicho precepto 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;

⁵² ESMA *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisor en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012, p. 28. (accesible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, última consulta 4 de agosto de 2017).

⁵³ Vid. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=ES>.

- 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.»

El precepto exige que dicha información esté disponible en las páginas web de los respectivos asesores de voto y permanezca de forma gratuita durante los tres años siguientes a la fecha de su publicación.

5.2 SITUACIONES DE CONFLICTOS DE INTERÉS

Las situaciones que producen conflictos de intereses son varias. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., indica que los conflictos de intereses en las actuaciones de algunos Proxy Advisor derivan en principio de dos situaciones⁵⁴: la primera de ellas, la prestación de servicios distintos a la recomendación de voto y, en segundo lugar, la pertenencia a grupos empresariales que pueden tener vínculos con las empresas sobre las que emiten recomendaciones de voto.

En relación con la primera situación, pueden producirse situaciones de conflicto de intereses si los asesores de voto además de ofrecer recomendaciones de voto a sus clientes, también prestan servicios a las sociedades cotizadas en materia de asesoramiento sobre gobierno corporativo. Pueden surgir conflictos de intereses si los asesores de voto emiten la recomendación sobre el sentido del voto en la junta general a su cliente, y simultáneamente asesoran a la misma sociedad cotizada sobre las propuestas a plantear en la junta general.

También se refiere a los conflictos de intereses de los Proxy Advisor el informe de PwC, que plantea como potenciales situaciones productoras de conflicto las siguientes⁵⁵:

- La prestación de servicios de los Proxy Advisors a compañías sobre las que emiten su recomendación de voto, o a algún accionista de la citada

⁵⁴ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., «Proxy Advisors...», cit., p. 223.

⁵⁵ PRICE WATERHOUSE COOPERS, *Proxy Advisors...*, cit., p. 12.

compañía. Pueden ofrecer, entre otros servicios, asesoramiento sobre gobierno corporativo.

- La pertenencia a un grupo empresarial cuyas actividades empresariales puedan condicionar los servicios prestados por el Proxy Advisor. Sería el caso de los dos asesores de voto más importantes: ISS en 2006 fue adquirida por *Morgan Stanley Capital International* (MSCI Inc.) proveedor de herramientas de soporte para decisiones de inversión y *Glass Lewis* tiene como principales accionistas de control a dos importantes inversores institucionales, *Ontario Teacher's Pension Plan* y *Alberta Investment Management Corp.*
- La participación del Proxy Advisor, o alguna entidad vinculada a él, en el accionariado de la sociedad que analiza y emite recomendación de voto.
- La participación por parte de directores/empleados del Proxy Advisor en el accionariado de sociedades sobre las que analizan y emiten recomendación de voto.

Para ofrecer un mayor grado de transparencia los Proxy Advisor resuelven el conflicto de intereses publicando en su página web la existencia del potencial conflicto. Además deben gestionarlo adecuadamente con cortafuegos y murallas chinas, que suponen la separación legal, física y tecnológica de los distintos departamentos.

Otros problemas que plantea la figura de los asesores de voto es la excesiva concentración del mercado de los asesores de voto. Se trata de un oligopolio, donde *Institutional Shareholders Services* y *Glass Lewiss & Co*, dominan el sector. Se han establecido unas fuertes barreras de entrada: la primera de ellas como señala PERDICES HUETOS, A., es la «sería acumulación de reputación necesaria para hacer creíbles sus opiniones y consejos», es decir, las nuevas compañías de asesores de voto tienen una gran desventaja frente a aquellas firmas que llevan operando desde el origen en el sector. Otra barrera de entrada es el elevado desembolso inicial para comenzar la actividad, y también el coste que conlleva cambiar de asesor de voto para el cliente una vez iniciada una relación con una firma de asesoría⁵⁶.

⁵⁶ PERDICES HUETOS, A., *Los Asesores de Voto...*, cit., p. 23.

6. CONCLUSIONES

PRIMERA.- En la actualidad, tanto en Estados Unidos como en España, existe normativa que fomenta la participación de los inversores institucionales en las juntas generales de accionistas. Esta normativa ha pretendido remediar el absentismo de los inversores institucionales en las últimas décadas. Hay dos motivos que producen el absentismo: por un lado, el elevado coste de emitir un voto informado y, por otro lado, la existencia de dificultades para la emisión del voto transfronterizo. Dicha normativa tiene la finalidad de no dejar el control únicamente en manos del órgano de administración de las sociedades cotizadas. No obstante, deben ser los inversores institucionales quienes tengan iniciativa por participar en las juntas generales y no se limiten a cumplir con las obligaciones legales establecidas. Para ello existe la figura de los asesores de voto que ayudan a participar a los inversores institucionales en las juntas generales de las sociedades cotizadas en las que poseen acciones.

SEGUNDA.- Los asesores de voto prestan servicios de asesoramiento, en su mayoría a inversores institucionales, sobre el sentido del voto en las juntas generales de las sociedades cotizadas. Dicho asesoramiento puede ser: estandarizado o personalizado. Las recomendaciones estandarizadas son formuladas utilizando unos criterios genéricos en relación con las sociedades cotizadas de un concreto sector u ámbito; mientras que las recomendaciones personalizadas son formuladas mediante el estudio y análisis concreto de las características de una determinada sociedad cotizada. Las recomendaciones estandarizadas son cuestionadas por la falta de análisis de la concreta sociedad cotizada para la que se contrata la prestación.

TERCERA.- La figura de los *proxy advisor* surge en Estados Unidos en los años setenta. La primera regulación en el ámbito europeo se ha producido de la mano de la Directiva 2017/828, que va a suponer cambios en nuestro régimen legal aplicable a las sociedades cotizadas, en concreto la modificación del Título XIV de la LSC.

A pesar de introducir en su articulado normas dirigidas a garantizar la transparencia en la actuación de los asesores de voto, se deberá estar atento a la evolución de dicha figura y adecuar la normativa conforme a los posibles conflictos que surjan.

CUARTA.- El tipo de negocio jurídico que vincula a los asesores de voto y a los inversores institucionales consiste en un contrato de arrendamiento de servicios. Los asesores de voto se obligan a prestar un servicio de asesoramiento a sus clientes, en su mayoría inversores institucionales, a cambio de una contraprestación. Dicho contrato es consensual, bilateral y recíproco, y está supeditado a la existencia de un precio.

QUINTA.- Los asesores de voto tienen responsabilidad civil derivada del incumplimiento o cumplimiento defectuoso del contrato. No obstante, no existe un régimen disciplinario. Considero que debería existir dicho régimen disciplinario para aquellos casos en que realicen su labor de forma contraria a la buena fe, en busca de unos intereses ajenos a la de sus clientes.

SEXTA.- Mediante el artículo 3 undecies de la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, se fomenta la transparencia en las actuaciones de los asesores de voto. Se les exige que publiquen cierta información con la finalidad de que los clientes estén informados y conozcan la fiabilidad de sus recomendaciones.

SÉPTIMA.- Otro problema en el sector, que no aborda la nueva regulación comunitaria, es la existencia de fuertes barreras de entrada. En la actualidad, existe un oligopolio a nivel mundial formado por *Institutional Shareholders Services* y *Glass Lewiss & Co.* Actualmente están surgiendo en el ámbito europeo nuevas firmas de asesores de voto, como *Corporance*, en el caso de España.

7. REFERENCIAS

7.1 NORMATIVA

7.1.1 Normativa norteamericana

- *Securities Exchange Act* de 1934.
- *Employee Retirement Income Security Act* de 1974 (ERISA).
- *Investment Adviser Act* de 1940.
- *Corporate Governance Reform and Transparency Act* de 2016.

7.1.2 Normativa comunitaria

- 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. (DOUE de 14 de julio de 2007).
- 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. (DOUE 20 de mayo de 2015).
- Reglamento (UE) nº 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. (DOUE 15 de diciembre de 2010).

7.1.3 Normativa española

- RD Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (BOE de 3 de julio de 2003).
- RD 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Mercado de Valores. (BOE de 24 de octubre de 2015).
- La Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE de 5 de noviembre de 2003).
- RD 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. (BOE de 20 de julio de 2012).
- RD Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. (BOE de 13 de diciembre de 2002).
- RD 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. (BOE de 25 de febrero de 2004).
- RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas

públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. (BOE de 16 de noviembre de 2005).

- RD de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. (BOE de 25 de julio de 1889).

7.2 BIBLIOGRAFÍA

- CASTELLÓ NEGRE, V., “La inversión extranjera echa raíces en España”, *Cinco Días*, de 11 de abril de 2016. (accesible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/04/11/mercados/1460394100_209415.html última consulta, 21 de julio de 2017).
- CERVILLA GARZÓN, M., *La prestación de servicios profesionales*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2001.
- CONTHE GUTIÉRREZ, M., “Proxy Advisor”, *Expansión* de 1 de Agosto de 2012 (accesible en <http://www.expansion.com/blogs/conthe/2012/08/01/proxy-advisors.html>, última consulta 5 de marzo de 2017)
- DIAZ RUIZ, E., «Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo», *Revista de Derecho Mercantil*, nº 263, 2007.
- ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., «Los inversores institucionales en las reglas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas», *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*. col Cuadernos de derecho para ingenieros, Mateu (coord.), La Ley, Madrid, 2011.
- FERNÁNDEZ, D., “Los fondos extranjeros se adueñan del IBEX 35”, *El País*, de 8 de enero de 2017. (accesible en http://economia.elpais.com/economia/2017/01/05/actualidad/1483633831_721553.html, última consulta de 28 de marzo de 2017).
- GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*, Aranzadi, Pamplona, 2014.

- HERNÁNDEZ GUIJARRO, L., *Qué es un proxy advisor y su impacto en las sociedades cotizadas españolas*, 20 de enero de 2016. (accesible en <http://www.fundssociety.com/es/opinion/que-es-un-proxy-advisor-y-su-impacto-en-las-sociedades-cotizadas-espanolas>, última consulta 13 de julio de 2017).
- HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., «Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas», *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 48, 2016.
- LARGO GIL, R., «El deber de información general a través de la página web a partir de la publicación de la convocatoria de la junta», en *Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada*, Rodríguez Artigas *et al.* (dir.), t. I, Aranzadi, S.A, Navarra, 2016.
- MARTÍNEZ DE AGUIRRE ALDAZ, C., «Los contratos de obras y de servicios», *Contratos y Responsabilidad Civil*, Col. Cuadernos de derecho para ingenieros, Martínez (coord), vol. II, Edisofer, Madrid, 2016.
- PALUZIE PLANA, Á., «Delegaciones de voto (proxy) y Asesores de voto (proxy advisors)» *Entre leyes y jurisprudencia*, 7 de abril de 2017 (accesible en <http://www.leyesyjurisprudencia.com/2017/04/delegaciones-de-voto-proxy-y-asesores.html>, última consulta 4 de junio de 2017)
- PERDICES HUETOS, A., «Las agencias de calificación crediticia y los proxy advisors», *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*, Col. Cuadernos de derecho para ingenieros, Mateu (coord), La Ley, Madrid, 2011.
- PERDICES HUETOS, A., *Los Asesores de Voto. Evidencias y Mitos desde la Polémica de los Proxy Advisor*, en Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, Madrid, 2011. (accesible en <https://centrobuengobierno.ie.edu/wpcontent/uploads/sites/87/2013/11/Inv.Pub.CG2013-IVDef.pdf>, última consulta 7 de octubre de 2017).
- SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., «Reforma de la Directiva de los derechos de los accionistas» *El blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte*, 3 de abril de 2017 (accesible en <http://jsanchezcalero.com/reforma-la-directiva-derechos-los-accionistas/>, última consulta 4 de junio de 2017).

- TRÍAS SAGNIER, M., «Los inversores y accionistas institucionales en relación con la junta general de accionistas y el consejo de administración de las sociedades cotizadas», *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas*, Col. Cuadernos de derecho para ingenieros, Mateu (coord.), La Ley, Madrid, 2011.

7.3 DOCUMENTOS DE INTERÉS

- *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 19 de mayo de 2006. (accesible en http://www.ecgi.org/codes/documents/unified_code_may2006_es.pdf, última consulta 15 de julio de 2017)
- ESMA *Documento elaborado por Grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxys advisor en relación con los emisores españoles*, 16 de abril de 2012. (accesible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisor_s.pdf, última consulta 4 de agosto de 2017)
- *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015. (accesible en https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf, última consulta 13 de mayo de 2017)
- PRICE WATERHOUSE COOPERS, *Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*, mayo de 2013 (accesible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>, última consulta 31 de agosto de 2017)
- CNMV, «Cambios sustanciales que conllevó la Ley Dodd- Frank» Boletín Internacional CNMV, junio de 2017. (accesible en http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=&jera_id=&cont_id=90, última consulta 28 de julio de 2017)
- U.S. GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (GAO), *Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices*, noviembre de 2016 (accesible en

<https://www.gao.gov/assets/690/681050.pdf>, última consulta 3 de julio de 2017)

PÁGINAS WEB DE INTERÉS

- CORPORANCE, accesible en <http://www.corporance.es/>
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, accesible en <https://www.issgovernance.com/>.