



FACULTAD DE DERECHO

EL PAPEL DE LOS PROXY ADVISORS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Autor: Pedro Sáenz Abenza

5º E3 - D

Derecho Mercantil

Tutor: Carlos Paredes Galego

Madrid

Abril 2018

RESUMEN

Los *proxy advisors* o asesores de voto están adquiriendo mayor importancia en las sociedades cotizadas españolas debido al aumento de la inversión extranjera en empresas locales. En este trabajo se estudia la figura de los asesores de voto desde su nacimiento en Estados Unidos. Se pondrá especial detalle en su regulación y las futuras propuestas regulatorias, los problemas que plantea este asesoramiento, así como un mayor entendimiento de las empresas que forman parte de la industria de los *proxy advisors*, diferenciándola de otras figuras similares. Finalmente se analizará el método de trabajo que usan y el impacto que pueden llegar a suponer en la toma de decisiones de una empresa.

Palabras Clave

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

ABSTRACT

Proxy advisors are gaining more importance in the Spanish listed companies due to the participation of foreign investors in local corporations. This paper studies the proxy advisor firms from its origin in the United States. The paper will put special attention to its regulation system and proposals as well as the problems caused by this type of advisory. Furthermore, a deep understanding of those companies which form the proxy advisory industry and similar markets will be detailed in this research. Finally, an analysis of the methodology used by proxy advisory firms when presenting their recommendations and the impact of those decisions will be presented.

Key words

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

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN Y ESTRUCTURA	1
2. CONCEPTO DE INVERSOR INSTITUCIONAL Y SITUACIÓN ACTUAL.....	2
3. CONCEPTO DE <i>PROXY ADVISOR</i> Y PRINCIPALES EJEMPLOS.....	3
4. DISTINCIÓN DE OTRAS FIGURAS AFINES	5
5. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LOS <i>PROXY ADVISOR</i>	8
6. REGULACIÓN	10
6.1. Situación actual	11
6.2. Propuestas regulatorias.....	14
6.3. Directiva 2017/828	16
7. ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES <i>PROXY ADVISORS</i>.....	18
7.1. Características comunes	18
7.2. Institutional Shareholder Services (ISS)	19
7.2.1. <i>Historia y accionariado</i>	19
7.2.2. <i>Mercado</i>	20
7.2.3. <i>Servicios</i>	20
7.3. Glass Lewis	21
7.3.1. <i>Historia y accionariado</i>	21
7.3.2. <i>Mercado</i>	21
7.3.3. <i>Servicios</i>	22
7.4. Otros proxy advisors	22
8. PRINCIPALES FUNCIONES Y SERVICIOS DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i>	23
9. SISTEMA DE TRABAJO DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i>.....	24
10. PRINCIPALES PROBLEMAS QUE PLANTEAN LOS <i>PROXY ADVISORS</i>	25
10.1. Funcionamiento e independencia de los informes	25
10.2. Mercado de los <i>proxy advisors</i>	27
10.3. Conflictos de interés.....	28
10.4. Respuesta de inversores y empresas	31
11. INCIDENCIA PRÁCTICA EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN ESPAÑA	33
11.1. La importancia del capital flotante y la inversión extranjera.....	33
11.2. Las propuestas más conflictivas y casos concretos.....	34
12. ANÁLISIS PROPUESTAS DE 2017 Y SUS <i>POLÍTICAS DE VOTO EN ESPAÑA</i>	37
12.1. Capital Social	37

12.1.1. Recomendaciones de los principales asesores de voto	38
12.2. Retribuciones.....	39
12.2.1. Recomendaciones de los principales asesores de voto	39
12.3. Consejo de Administración.....	40
12.3.1. Recomendaciones de los principales asesores de voto	40
13. TENDENCIAS Y RETOS PARA LA TEMPORADA 2018 EN ESPAÑA	41
14. INCIDENCIA EN ESTADOS UNIDOS.....	42
14.1. Principales datos del <i>proxy season</i> 2017.....	42
14.2. Ejemplos de recomendaciones negativas en 2018	43
15. CONCLUSIONES.....	44
16. BIBLIOGRAFÍA	48
16.1. Legislación	48
16.2. Documentos, recomendaciones y Códigos de Conducta de Autoridades estadounidenses y europeas	49
16.3. Obras Doctrinales, libros y referencias de internet	50
17. ANEXO 1. PRINCIPALES NORMAS, RECOMENDACIONES Y REGULACIÓN.....	57

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1: Principales proxy advisors en el mercado internacional.....	4
Tabla 2: Principales proxy solicitors en el mercado internacional	5
Tabla 3: Principales proxy agents del mercado estadounidense.....	6
Tabla 4: Conflictos de interés de los principales asesores de voto	30
Tabla 5: Propuestas más propensas a recibir una recomendación negativa en España ..	35
Tabla 6: Recomendaciones de ISS en materia de ampliación de capital.....	38
Tabla 7: Criterios de independencia usados por ISS y Glass Lewis.....	41
Gráfico 1: Cuotas de mercado de los proxy advisor en Estados Unidos	27
Gráfico 2: Recomendaciones de ISS no favorables en España (IBEX 35) en 2017.....	36

LISTA DE ABREVIATURAS

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados
AIMCo: Alberta Investment Management Corporation
BME: Bolsas y Mercados Españoles
BPPG: Best Practice Principles Group
CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
ECGS: Expert Corporate Governance Service
ERISA: Employee Retirement Income Security Act
ESMA: European Securities and Markets Authority
FRC: Financial Reporting Council
GAO: United States Government Accountability Office
IRRC: The Investor Responsibility Research Center
ISS: Institutional Shareholder Services
JGA: Junta General de Accionistas
LSC: Ley de Sociedades de Capital
MiFID: Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/CE
MiFID II: Markets in Financial Instruments Directive 2014/65/CE
MSCI: Morgan Stanley Capital International
OTPP: Ontario Teachers' Pension Plan Board
PA: Proxy Advisor
SEC: Securities and Exchange Commission
STAI: United States Securities Transfer Association

1. INTRODUCCIÓN Y ESTRUCTURA

En los últimos años se ha incrementado la participación societaria de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas, llegando en ocasiones a tener una influencia significativa y que en algunos casos, puede llegar a ser decisiva. Este tipo de inversores y su forma de actuación provocan el nacimiento de los *proxy advisors* (o PA, indiferentemente), también conocidos como asesores de voto, cuya principal función será la de emitir recomendaciones en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de las acciones de estos inversores en una sociedad cotizada.

Durante un primer momento, esta figura estuvo presente fundamentalmente en los Estados Unidos, no obstante, es cada vez más frecuente verlo en Europa dado el aumento de inversiones extranjeras en empresas locales y del ratio de capital flotante, por lo que es conveniente realizar un análisis de su actividad, conocer las empresas que se dedican a este asesoramiento y entender por qué son importantes para la toma de decisiones de una sociedad.

A lo largo de este trabajo se intentará profundizar en la figura de los *proxy advisors* y analizar y entender cuál es su papel en las sociedades cotizadas. Se dará respuesta a numerosas preguntas que nos surgen en la actualidad a raíz de esta figura. ¿Por qué surgen los *proxy advisors*? ¿Cuáles fueron las causas de su nacimiento? ¿Cuál es el funcionamiento de su trabajo? ¿Hasta dónde llega su impacto? ¿qué problemas puede plantear este tipo de asesoramiento? Así pues, este trabajo explicará la figura de los *proxy advisors* desde su nacimiento en los Estados Unidos, entendiendo la dinámica de su trabajo y analizando la efectiva incidencia que tienen en las decisiones tomadas en las juntas de las sociedades cotizadas.

La estructura del trabajo se divide fundamentalmente en cinco partes. La primera de ellas, explicará el nacimiento de los PA, las causas que lo provocaron, su regulación, así como el concepto y las diferencias que presenta con otros tipos de asesoramiento. La segunda parte se centrará en los principales PA que existen en el mercado y las funciones y servicios que llevan a cabo. La tercera parte se fundamenta en los problemas que se derivan de esta figura, como la independencia en sus actuaciones, la concentración de mercado, la respuesta de los inversores al asesoramiento o los conflictos de interés. La cuarta parte se trata de analizar la incidencia práctica que poseen los PA en las sociedades cotizadas españolas y americanas. Por último, el autor

dará su conclusión y recomendación final del fenómeno además de la bibliografía y referencias usadas en la elaboración del trabajo.

2. CONCEPTO DE INVERSOR INSTITUCIONAL Y SITUACIÓN ACTUAL

Parece conveniente introducir una definición de inversores institucionales, a los que se hará mención a lo largo del trabajo. Estos inversores, también conocidos como inversores profesionales vienen definidos en la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID)¹. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) recoge la definición de esta directiva en la que se define al inversor institucional como:

[A]quel que tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asume. Se consideran profesionales las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros [...] grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos.

Además, generalmente se les otorga un nivel de protección inferior que al inversor particular ya que por su tamaño son considerados menos vulnerables.

En Estados Unidos, el porcentaje de capital en titularidad de los inversores institucionales ha ido creciendo con el paso del tiempo. El porcentaje pasó de rondar el 10% en 1953 hasta sobrepasar la barrera del 50% en 1992. En 2014 era superior ya al 60% del capital de las empresas americanas². Hoy en día, de las mil empresas más grandes de los Estados Unidos, el 70% están controladas por inversores institucionales³. Por ello, como se analizará en los próximos apartados⁴, fue en Estados Unidos donde apareció por primera vez la figura de los PA y donde más ha evolucionado este tipo de asesoramiento.

¹ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:02004L0039-20110104>

² GILLAN, S. L., & STARKS, L. T. "The evolution of shareholder activism in the United States" en BRATTON W., W & MCCAHERY A., J. (Eds), Institutional Investor Activism, Hedge funds and Private Equity, Economics and Regulation, Oxford University Press, New York, 2015, págs. 39-72.

³ HEINEMAN, B.W. and DAVIS, S., "Are Institutional investors part of the problem or part of the solution? Key descriptive and prescriptive questions about Shareholder' role in U.S Public Equity Markets", Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, 2011. Pág.4, Disponible en <https://www.ced.org/reports/are-institutional-investors-part-of-the-problem-or-part-of-the-solution>

⁴ vid apartado 5 y 6

Por el contrario, en España es menos frecuente, aunque va adquiriendo cada vez más importancia. Según Bolsas y Mercados Españoles (BME), los inversores extranjeros han ido aumentando su presencia en las sociedades cotizadas españolas pasando de una titularidad del 30,6% en 1992 al 42,3% en 2015 llegando al 43,1 % a cierre del ejercicio de 2016, por lo que la tendencia es claramente hacia una mayor actividad de inversores extranjeros, la mayoría de ellos, profesionales. Entre los principales, cabe destacar *Blackrock*, empresa de gestión de inversiones estadounidense que controla más del 3,7% del IBEX-35 con inversiones superiores a los 18.000 millones de euros⁵. En cuanto a los inversores no extranjeros, la composición es más variada, las familias encabezan la lista con una titularidad del 23,4%, seguido de empresas no financieras (20,1%), empresas de inversión colectiva (7,4%) y por último, bancos y Administraciones Públicas con una participación cercana al 3% respectivamente⁶.

3. CONCEPTO DE *PROXY ADVISOR* Y PRINCIPALES EJEMPLOS

La CNMV en un documento elaborado por grupo de expertos formado en su mayoría por abogados de grandes despachos, llegó a una definición de los *proxy advisors*. En este documento se define a los asesores de voto como:

*[E]ntidades que prestan servicios a inversores, principalmente institucionales, de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas.*⁷

Se trata de empresas cuya función principal es analizar las propuestas de acuerdos que se formulan en las Juntas Generales de Accionistas (JGA) y emitir recomendaciones de voto en relación con los servicios contratados por los inversores, generalmente institucionales. Más adelante se verá con profundidad las funciones que realizan los PA⁸ y la técnica en la elaboración de sus recomendaciones.

⁵ ESCRIBANO, G., SALCES, L. “Este es el poder de Blackrock en empresas del IBEX-35: 18.000 millones de euros” *Cinco días*, 2 de febrero de 2017.

Disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/02/01/empresas/1485983433_198371.html

⁶ BME “Los inversores extranjeros marcan récord y las familias siguen aumentando su peso como propietarios de las empresas de la bolsa españolas”, *Bolsas y Mercados Españoles*, Nota de prensa 23 de junio de 2015, Pág. 4. Disponible en <http://bit.ly/2oviPgG>

⁷ 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>

⁸ *vid* apartado 8

En la Tabla 1⁹ se recogen los principales PA del mercado. Los dos primeros, Institutional Shareholders Services (ISS) y Glass, Lewis, son globales y controlan el mercado estadounidense, mientras que los demás tienen presencia nacional fundamentalmente y están muy por detrás de los líderes en cuanto a cuota de mercado y servicios prestados. Más adelante¹⁰, se hará un análisis más detallado de los dos principales asesores de voto, examinando entre otras, su cuota de mercado, su accionariado, su negocio y los servicios que prestan a los emisores.

Tabla 1: Principales proxy advisors en el mercado internacional

Proxy advisor	País
Institutional Shareholders Services (ISS)	EEUU
Glass, Lewis and Co., LLC	
Egan Jones	
Marco Consulting Group	
IVOX (Adquirida por Glass Lewis)	Alemania
Shareholders Support	Países Bajos
Proxinvest	Francia
Manifest	R. Unido
IVIS	
PIRC	
Corporance	España
Ethos	Suiza
Groupe Investissement Responsable INC	Canadá
The Sustainable Investment Research Institute	Australia
ECGS* (Alianza europea de <i>proxy advisors</i>)	Europa

⁹ Elaboración propia a partir de:

- PEÑASCO, R. H. “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas” *Revista de Derecho de Sociedades*, 2016, volumen 48. Págs. 213-241. Pág. 221
Disponibile en <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf>
- PWC, Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?, 2013, Pág. 9
Disponibile en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>
- GUTIÉRREZ, V., P & ABELLA, R, R. “Los gatekeepers y su papel en el Gobierno Corporativo Iberoamericano. Auditores, Proxy Advisors, Bancos de Inversión, Agencias de Rating”, en Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), *El Gobierno corporativo en Iberoamérica*, 2015. Págs 421-471. Pág. 429. Disponible en <http://bit.ly/2xFTtE2>
- REYES RAMÍREZ, S. “Proxy Advisory Firms (an opportunity for an international convention)”, *Boletín Mexicano de Derecho Comparado* n. 148, 2017, p. 337-359. Pág 345

¹⁰ *vid* apartado 7

4. DISTINCIÓN DE OTRAS FIGURAS AFINES

Conviene diferenciar a los PA de otras figuras que pueden parecer similares por el asesoramiento o actividades que realizan. Habría que diferenciarlos de figuras como los *proxy solicitors*, los *proxy agents*, las empresas de asesoramiento financiero, y los llamados *gatekeepers*¹¹.

Los *proxy solicitors* tienen su origen en Estados Unidos y se tratan de entidades que son contratadas por la propia sociedad cotizada, a diferencia de los PA que eran contratados por los inversores. Los *proxy solicitors* se enmarcan generalmente en relación con accionistas extranjeros. Se encargan fundamentalmente de identificar al accionista, al que suele ser difícil acceder por parte de la sociedad cotizada, se da apoyo a la sociedad a la hora de entender al accionista extranjero y además debe explicar y aclarar cualquier tipo de dudas al accionista sobre toda información pública relativa a la gestión de la empresa y el gobierno corporativo. Como dice PWC en su informe, sobre los *proxy solicitors*, “combinando el conocimiento y los niveles de confianza reales de los inversores hacia la compañía [...] el Consejo puede desplegar estrategias más adecuadas para mitigar el impacto de la intervención negativa de los *proxy advisors*”¹² y por lo tanto provocar que tanto el Consejo como los inversores tengan los mismos intereses.

Tabla 2: Principales *proxy solicitors* en el mercado internacional

Proxy solicitador	País
Morrow & Sodali	EEUU/R. Unido
Georgeson	EEUU
Innesfree	
D.F. King	
Eagle Rock	
The Altman Group	

En la Tabla 2¹³ se recogen los principales *proxy solicitors* (todos ellos estadounidenses). Mención especial merece Morrow & Sodali, que tras la fusión entre

¹¹ PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 218

¹² PWC, *Cit.* pág. 10

¹³ Elaboración propia a partir de:

Morrow Co. y Sodali se convierte en el mayor *proxy solicitor* del mercado con sede en Nueva York y en Londres. Existen otros como InvestorCo, Kingsdale Shareholders Services o Laurel Hill pero de menor importancia y tamaño que los que aparecen en la Tabla 2, por lo que no merecen especial análisis.

Por otro lado, los *proxy agents* son empresas que a través de programas informáticos a los que comúnmente se denominan “plataformas de información y voto” simplifican el ejercicio del voto al accionista en una sociedad cotizada¹⁴. Fundamentalmente facilitan el voto, ateniéndose a la transmisión y recepción de información, pero sin mantener ningún tipo de contacto con el accionista, como veíamos con los *proxy solicitors*. En ocasiones, este tipo de actividad pueden llevarla a cabo los propios PA¹⁵ a través de sus propias plataformas como un servicio complementario al del asesoramiento de voto.

En la Tabla 3¹⁶ se pueden ver los dos principales *proxy agents* del mercado estadounidense.

Tabla 3: Principales proxy agents del mercado estadounidense

Proxy agent	País
Broadridge Financial Solutions	EEUU
Mediant Communications	

Estos son los principales proveedores de servicio de voto que se pueden confundir con la figura del PA. Además, hay quien enmarca la figura del asesor de voto dentro del asesoramiento financiero dado que facilitan recomendaciones sobre acciones cotizadas, que son instrumentos negociables en el mercado de valores. Sin embargo, desde el punto de vista del autor y apoyándose en la Directiva 2014/65/CE¹⁷ (en adelante MiFID

-
- MIRANDA JOHANSSON, B., “Proxy advisors y proxy solicitors. Su aportación al desarrollo del gobierno corporativo”, en *Perspectivas del Gobierno Corporativo para la Economía Española*, 2015, págs. 121 y siguientes.
 - LEVIN, M. R. “Proxy Solicitors”, *The Activist Investor*, 2016.
Disponible en http://www.theactivistinvestor.com/The_Activist_Investor/Proxy_Solicitors.html

¹⁴ PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 217

¹⁵ *vid* apartado 8

¹⁶ Elaboración propia a partir de:

- PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 217
- Securities Transfer Association, “Report on Industry Efforts to Improve the U.S Proxy Voting System, *Securities Transfer Association (STAI)*, septiembre 2014. Pág. 4
Disponible en <http://www.stai.org/pdfs/sta-report-on-us-proxy-voting-system-9-23-2014.pdf>

¹⁷ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y 2011/61/UE.

II) parece que la actividad de los PA no es de carácter personalizado ni relacionado con la inversión en instrumentos financieros sino con el ejercicio del derecho de voto derivado de estos instrumentos, por lo que no se puede decir que forme parte de asesoramiento financiero.

John C. Coffee, profesor de Columbia Law School, escribió en 2006 un libro¹⁸ sobre los conocidos como “*gatekeepers*”¹⁹. En este libro da una definición de este término como grupos de profesionales independientes que tienen diferentes funciones que tienden a sobreponerse en la práctica y que intentan evitar ciertas actuaciones limitándolas al consentimiento mediante una autorización. Además, menciona como ejemplos, a los auditores, bancos de inversión y a las agencias de rating principalmente.

En 2012 se planteó una consulta pública a la European Securities and Markets Authority²⁰ (en adelante, ESMA o AEVM). En esta consulta y en el documento que la comenta²¹ se hace una comparación general entre los PA y los ya descritos *gatekeepers*.

Por un lado, tienen varias notas comunes entre ellos, como la emisión de opiniones para la adopción de decisiones en el mercado. Sin embargo, en la citada consulta también se ponen en relieve las diferencias que presentan. La primera de ellas, es la obligación de contratar en el caso de los auditores y las agencias de rating por los emisores, sin embargo, esta obligación no aparece en el caso de los PA. Además de que los *gatekeepers* son pagados por los emisores mientras que los asesores de voto son contratados y por lo tanto pagados por los inversores (generalmente, institucionales). Otra de las diferencias es que por lo general los PA analizan información que es de dominio público y presentan sus conclusiones a los inversores, por lo que su función es claramente diferente de la de un auditor, por ejemplo. La consulta termina diciendo que

Disponible en <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>

¹⁸ COFFEE, J. C., *Gatekeepers: The professions and corporate governance*. Oxford University Press, New York, 2006.

¹⁹ Término utilizado en el mismo sentido por:

- PARTNOY, F. (2006). How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. Pág. 59 y siguientes. Disponible en <http://bit.ly/2EZdxo9>
- LOUGHREY, J. *Corporate Lawyers and Corporate Governance*, Cambridge University Press, New York, 2011. Pág 76.
- KRAAKMAN, R. Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Volumen 2, Tema 1, 1986, Págs. 53–104.

²⁰ ESMA, “An Overview of the proxy advisor Industry. Considerations on possible policy options.”, *ESMA Discussion paper*, 22 marzo de 2012. Disponible en ([ESMA/2012/212](https://www.esma.europa.eu/press_room/2012/212))

²¹ WILSON, S., & HEWITT, P., “An Overview of the Proxy Advisory Industry, Considerations on Possible Policy Options: Manifest Responds”, 25 junio de 2012.

Disponible en <https://ssrn.com/abstract=2091016>

la relación entre un *proxy advisor* y su cliente es una relación de agencia (principal y agente) incluidos los problemas de la asimetría de información entre ellos y que es necesario que la actividad del asesor de voto sea controlada por el inversor, que al fin y al cabo, es quien tiene la obligación de votar.

5. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LOS *PROXY ADVISOR*

Habiendo visto los principales conceptos que se van a tratar en este trabajo, conviene pasar ahora a un análisis histórico del origen y la aparición de esta figura, así como su paso de Estados Unidos a Europa.

Parece suficiente causa el decir que “*durante la temporada de Juntas de Accionistas que internacionalmente se denomina Proxy Season, un solo inversor puede tener que llegar a votar hasta en más 15.000 sociedades cotizadas o emisores durante un corto periodo de tiempo (entre 2-4 meses)*”²². Lo lógico es que ante estas situaciones aparezcan los asesores de voto para facilitar el trabajo a los inversores institucionales.

La figura de los PA surgió en Estados Unidos, donde el 70% del millar de empresas más grandes del país están en manos de inversores institucionales²³, por lo que hubo un interés regulatorio que provocó el nacimiento de estos asesores. Se puede afirmar que el origen de los PA está ligado y tiene correlación con la presencia de inversores institucionales en las sociedades cotizadas.

En Estados Unidos, en 1974 se aprueba el Employee Retirement Income Security Act ²⁴ (en adelante, ERISA) y se regula el ejercicio del derecho de voto por parte de los fondos de pensiones conforme a los intereses de los beneficiarios de estos fondos. Para muchos profesionales²⁵, se considera como el punto de partida del origen de los *proxy advisors*.

En relación con el ERISA, en 1988, el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos (por sus siglas en inglés, DOL) a través de Allan Liebowitz redactó una carta (conocida como *Avon Letter*)²⁶ al director de pensiones de la compañía Avon Products,

²² GUTIÉRREZ. V., P & ABELLA. R, R. *Cit.* Pág. 426.

²³ HEINEMAN, B.W. and DAVIS, S., *Cit.* Pág. 4

²⁴ Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA), *United States of America*, 1974. Disponible en <http://bit.ly/2CifL0X>

²⁵ PWC, *Cit.* Pág. 8

²⁶ Carta de Allan Liebowitz, (Secretario del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos) a Heimuth Fandl, (Director general de Pensiones de la compañía Avon Products, Inc.) 1988, *Avon Letter*. Disponible en <http://www.lens-library.com/info/dolavon.html>

Inc. en la que textualmente se decía que “*En general, los actos y deberes fiduciarios de la gestión de un plan de pensiones [...] incluyen ejercer el derecho de voto*”²⁷. La carta recordaba a la empresa sus obligaciones en relación con los planes de pensiones de sus empleados recogidas en el ya mencionado ERISA. Unido al *Avon Letter* hubo nuevos documentos del DOL estadounidense y de la Securities and Exchange Commission (en adelante, SEC), en los que se volvieron a poner en relieve las obligaciones fiduciarias en relación al derecho de voto por parte de los inversores institucionales.

Como es lógico, las exigencias para el derecho de voto incluían que fuese ejercitado con lealtad y diligencia, es decir, no era suficiente solo con votar. Esta obligación se puso de manifiesto en el Proxy Voting by Investment Advisers Act²⁸ de la SEC estadounidense en el 2003. A raíz de este documento, “*se impuso la obligación a los fondos de inversión de adoptar políticas y procedimientos que garantizaran su derecho de voto en defensa de los intereses de sus accionistas y clientes*”²⁹.

Por último, en el 2010 a través de la Dodd-Frank Act³⁰, se impuso el llamado “*say on pay*” por el que se garantizaba a los accionistas el voto sobre las políticas de retribución de los administradores en la Junta General. Provocó entre otras, que se incluyesen nuevas obligaciones en el ámbito del ejercicio del voto responsable por parte de los inversores institucionales. El *say on pay* se convertirá en uno de los puntos más propensos a recibir recomendaciones negativas por parte de los PA³¹.

En Europa, la preocupación de los reguladores queda reflejada en un primer momento en la Directiva 2010/43/UE³² de la Comisión. En esta Directiva, como se apunta en el documento del grupo de expertos elaborado por la CNMV, se recoge la obligación para las sociedades de gestión de elaboración de estrategias para determinar

²⁷ LATHAM & WATKINS LLP, “Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?”, *Corporate Governance Commentary*, 2011.

Disponible en www.lw.com/upload/pubContent/pdf/pub4042_1.pdf

²⁸ SEC, “Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers”, *Securities and Exchange Commission United States*, 10 marzo de 2003. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>

²⁹ CNMV, *Cit.* Pág. 2

³⁰ SEC, “Proposes Rules on “say on pay” and Proxy Vote Reporting”, *U.S Securities and Exchange Commission*, 2010. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

Disponible en <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-198.htm>

³¹ *Vid* apartado 12.2

³² Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

Disponible en <https://www.boe.es/doue/2010/176/L00042-00061.pdf>

los supuestos en los que hayan de ejercerse los derechos de voto adscritos a los instrumentos financieros incluidos en las carteras de cuya gestión se encargan.

En Reino Unido se puede destacar por su relevancia internacional el UK Stewardship Code publicado en 2010 por el Financial Reporting Council (FRC) y revisado posteriormente en 2012³³ que recoge principios e instrucciones dirigidos a inversores institucionales, entre ellos, el de publicar si reciben los servicios de algún *proxy advisor* y el modo en el que se utilizan los servicios contratados.

Por último, en España podemos mencionar la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y el Reglamento de la Ley de Planes de y Fondos de Pensiones. En esta normativa se establece fundamentalmente que el derecho de voto tendrá carácter obligatorio únicamente en determinados supuestos de relevancia cuantitativa y estable en la participación de los instrumentos financieros y se deberá ejercer en beneficio de los propietarios.

En los últimos años ha aumentado considerablemente el volumen de inversiones extranjeras en empresas locales. Además, se ha incrementado el capital flotante en la mayoría de las empresas españolas, ya sean del IBEX 35 o del mercado continuo. Estas dos circunstancias, unidas a la tendencia estadounidense, han provocado que la actividad de los asesores de voto sea cada vez más común en las sociedades cotizadas españolas.

6. REGULACIÓN

Se ha hecho referencia a normativa que apareció tras la preocupación regulatoria del fenómeno en Estados Unidos y posteriormente en Europa³⁴. Lo cierto es que la regulación sobre los asesores de voto es escasa³⁵, donde más actualizada está es en Estados Unidos, seguida de Reino Unido³⁶, es decir, las dos plazas financieras más grandes del mundo.

³³ Hay pendiente una revisión del *UK Stewardship Code* en 2018, que tendrá eficacia a partir de 2019, página web del FRC. Disponible en <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>

³⁴ *vid* apartado 5

³⁵ En este sentido:

- REYES RAMÍREZ, S. *Cit.* Pág. 352
- MALENKO, N & SHEN., Y. “The role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design”, *The Review of Financial Studies*, Volume 29, Issue 12, 2016, Págs. 3394–3427, pág. 3395.

³⁶ “*las leyes americanas son hoy en día las más actualizadas en relación con la industria de los proxy*”

En esta parte del trabajo, se va a recoger la regulación, actuaciones normativas y recomendaciones de instituciones europeas relacionadas con los *proxy advisors* y su actividad. Además, se analizarán las principales propuestas que se han llevado a cabo este año para la regulación de los asesores de voto, como la Directiva 2017/828 en Europa o el Corporate Governance Reform and Transparency Act, en Estados Unidos (en el Anexo 1 se recogen las principales normas, códigos y recomendaciones en relación a los asesores de voto en Europa, España, R. Unido y Estados Unidos).

6.1. Situación actual

Los asesores de voto no cuentan con una regulación propia a la que puedan someterse sus actuaciones, pese al aumento de su actividad en los últimos años³⁷.

Lo más parecido a una regulación es el Investment Advisers Act de 1940³⁸. El propio CEO de ISS, Gary Retelny lo dejó claro en una entrevista para Business Insider en 2016 diciendo textualmente “ISS está regulado bajo el Investment Advisers Act de 1940 que establece deberes fiduciarios de ISS hacia sus clientes”³⁹. Lo cierto es que la industria de los *proxy advisors* no está regulada en la citada ley sino que alguna de sus disposiciones le pueden resultar aplicables. Es una ley prevista para asesores de inversión, y por lo tanto se vuelve al debate de qué es exactamente un asesor de voto y cuál es su naturaleza jurídica. Hay asesores de voto como ISS, que están adscritos a la SEC como asesor de inversión⁴⁰ y por lo tanto le son aplicables las disposiciones, pero no parece adecuado que las disposiciones de la ley le sean aplicables solo a un grupo de asesores de voto supervisados por la SEC y no a la industria entera en su conjunto por lo que realmente como se ha dicho, los asesores de voto carecen de una regulación propia.

En Europa, tampoco hay una regulación en la que quede recogida la actividad de los *proxy advisors*, sin embargo, ha habido propuestas del ESMA, para la realización de un

advisors, seguida de las leyes de Reino Unido” a partir de: REYES RAMÍREZ, S. Cit. p. 352.

³⁷ GALLEGO CÓRCOLES, A., “Estrategias para la regulación del asesoramiento en materia de voto y contenido normativo básico de la misma” en GALLEGO C., A. (ed), *Asesores de Voto («Proxy Advisors»)* y *el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*. Thomson Reuters, Aranzadi, 1ª ed., Pamplona, 2014.

³⁸ United States Federal Law, Investment Advisers Act of 1940.

Disponible en <http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Advisers%20Act%20Of%201940.pdf>

³⁹ RETELNY., G. “The House Financial Services Committee delivered a blow to Main Street” *Business Insider*, 2016. Disponible en <http://read.bi/2CGeNr9>

⁴⁰ “ISS se acogió al pension consultant exemption de la SEC, lo que le permite actuar en el Mercado como entidad supervisada” en GALLEGO CÓRCOLES, A., “Estrategias para...”. Cit.

código de conducta, si bien, no vinculante ni de obligado cumplimiento. La citada autoridad elaboró un documento en febrero de 2013⁴¹ en el que se estudió cuál podía ser la mejor forma de regular a los asesores de voto. En el informe, se proponían cuatro formas de regulación: En primer lugar, no tomar ningún tipo de acción a nivel europeo, en segundo lugar, que los miembros de la UE o la industria elaborasen una serie de principios para su regulación, en tercer lugar, que la UE hiciese instrumentos regulatorios y por último, la elaboración de verdaderas normas legislativas. En el informe se llega a la conclusión tras analizar la opinión de emisores, inversores y *proxy advisors*, de que la mejor forma es la autorregulación por medio de un código de conducta que en el plazo de dos años volvería a ser revisado por la autoridad europea, ESMA⁴².

Finalmente nace el Best Practice Principles Group (en adelante, BPPG), entre sus fundadores se encuentran tanto ISS como Glass Lewis, entre otros asesores de voto⁴³. El grupo publicó en 2014 el *Best practice principles for providers of shareholder voting research and analysis*⁴⁴ donde se centraron fundamentalmente en tres principios: la calidad del servicio, el control de los conflictos de interés y las comunicaciones de mercado⁴⁵.

Como se ha dicho, ESMA se comprometió a revisar y analizar dos años después la autorregulación de la industria y publicó en diciembre de 2015 un informe⁴⁶ sobre ello. Las conclusiones del informe establecieron una considerable mejora en la transparencia, pero todavía veían margen de mejora en la gestión de los conflictos de intereses y en la adaptación de las recomendaciones de voto a las necesidades de cada mercado⁴⁷.

⁴¹ ESMA, “Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry”, *ESMA Final Report*, 19 de febrero 2013. (ESMA/2013/84)

Disponible en http://www.ecgi.org/tcgd/2013/documents/ESMA_2013_84.pdf

⁴² CUATRECASAS & GEORGESON, “El gobierno corporativo y los inversores institucionales, Preparando la temporada de Juntas 2018”, *Informe de Cuatrecasas y Georgeson*, 2017. Pág. 76

Disponible en https://www.cuatrecasas.com/media_repository/gabinete/noticias/docs/1510588770es.pdf

⁴³ “Los firmantes del documento son Glass, Lewis & Co., Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), IVOX GmbH, Manifest Information Services Ltd, PIRC Ltd y Proxinvest” a partir de: GALLEGO CÓRCOLES., A. “Evaluación del impacto del código de buenas prácticas sobre «Proxy Advisors» por la AEVM”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Vol. 46 (enero-abril 2016), *Noticias comentadas No. 1*. Págs. 355-372. Pág 370

⁴⁴ Best Practice Principles for Providers of Shareholders Voting Research and Analysis, *BPPG Dr. Zetzsche*, marzo de 2014. Disponible en <http://bit.ly/2ENHf0a>

⁴⁵ Información de la página web de Glass Lewis. Disp. en www.glasslewis.com/best-practices-principles/

⁴⁶ ESMA, “Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and analysis”, *ESMA Report*, 2015. Disponible en http://www.esma.europa.eu/press_room/press_releases/2015/1887

⁴⁷ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 76

Por otro lado, el informe nos deja otro tipo de datos curiosos que merecen análisis. En primer lugar, se pone de manifiesto una disminución de la preocupación por la actividad de los asesores de voto ya que la participación se reduce a la mitad en comparación con el informe elaborado en 2013⁴⁸. Por otro lado, ESMA deja claro que la mayor parte de la industria de los *proxy advisors* se ha adherido al BPPG y los asesores de voto más pequeños pueden someterse voluntariamente a estos principios. Por último, a modo de conclusión, ESMA en una nota de prensa⁴⁹ acompañando el informe de 2015 dejó claro que se habían cumplido las expectativas de los principios elaborados en 2013 y que los inversores comprendían mejor la forma de actuar de los asesores de voto, haciendo énfasis en los aspectos positivos derivados de la elaboración de los principios y dejando relegados a un segundo plano los aspectos que todavía se podían mejorar⁵⁰.

Lo cierto es que “*la autorregulación que ha surgido de la consulta con la ESMA, puede ser demasiado blanda para los problemas que existen, sobre todo en materia de conflicto de interés [...] probablemente sea conveniente una mayor intervención por parte del regulador [...]*”⁵¹ y con esto pasamos a analizar la postura del grupo de expertos de la CNMV, que apostaban un código europeo.

Al mismo tiempo, en España se elaboró el citado informe del Grupo de expertos de la CNMV en respuesta a la consulta del ESMA, donde también se analizaron las posibilidades regulatorias de la industria. En el informe, se volvían a presentar cuatro alternativas: no adoptar ninguna medida, autorregulación sectorial y nacional, código europeo y por último medidas legislativas de regulación y supervisión por la Unión Europea.⁵² El grupo de expertos concluye que la mejor opción sería la de elaborar un código europeo supervisado por ESMA bajo el principio “cumplir o explicar”⁵³ aplicado directamente a los asesores de voto. La propuesta está fundamentada en otros países

⁴⁸ GALLEGO CÓRCOLES., A. “Evaluación del impacto...”. *Cit.* Pág. 367

⁴⁹ ESMA, Press Release: “Proxy advisors take steps towards increased transparency”, diciembre 2015. Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1871.pdf>

⁵⁰ GALLEGO CÓRCOLES., A. “Evaluación del impacto...”. *Cit.* Pág. 368

⁵¹ EY Fundación España & IE Business School, “Relación entre las empresas emisoras y los inversores institucionales, El papel de intermediarios: Los proxy advisors y los proxy solicitors”, *Global Corporation Center*, Working paper No. 1, 2017. Pág 21. Disp. en <http://bit.ly/2Fqw629>

⁵² CNMV, *Cit.* Págs. 28-34.

⁵³ “*Se trata de un término que introdujo en 1999, sir Adrian Cadbury en el primer código de gobierno británico por el cual se impulsan mejoras sin tener que establecer claramente el cumplimiento de una determinada práctica, se trata de un derecho indicativo que permite que se incumpla una determinada recomendación si se argumenta*” a partir de: BLASCO, J.L, “Cumplir o explicar”, *El País*, 2016. Disponible en https://elpais.com/economia/2016/08/11/actualidad/1470909375_206614.html

como Reino Unido y Francia⁵⁴, pero en este caso sería de carácter comunitario. Se trata de una opción algo más sólida que la propuesta por ESMA, pero manteniendo de alguna forma la flexibilidad en línea con el resto de regulación europeo hasta el momento en materia de gobierno corporativo. El grupo de expertos consideraba que la elaboración de un código de conducta en el que los asesores de voto pueden adherirse voluntariamente como proponía ESMA en su informe de 2013 no cubriría ni daría el carácter de obligatoriedad de igual forma que lo haría un código europeo.

Desde el punto de vista del autor, la regulación de los asesores de voto debería tener un carácter más imperativo hacia los integrantes del mercado. Si bien, un código de conducta o un código europeo como proponían ESMA y el grupo de expertos de la CNMV pueden otorgar una base de principios y recomendaciones al sector no pueden servir como única regulación siendo necesarias verdaderas normas para dotar de una mayor seguridad jurídica al mercado y una cierta tranquilidad de que verdaderamente se están tratando de evitar los conflictos de interés y la transparencia de las recomendaciones de los *proxy advisors*.

Por lo que podemos ver, no existía hasta el momento regulación propia a nivel europeo o americano sino recomendaciones, códigos de conducta y principios que no son vinculantes sino simplemente orientativos en la industria. Sin embargo, esto puede cambiar en el corto plazo dado que se ha aprobado una Directiva europea (que se transpone en España en 2019) que tiene incidencia en los asesores de voto y además hay un proyecto de ley estadounidense, que de aprobarse, con seguridad tendrá impacto en la industria de los *proxy advisors*. Ambos proyectos se analizarán con detalle en los próximos apartados.

6.2. Propuestas regulatorias

En Estados Unidos, el congresista republicano, Sean P. Duffy introdujo el 24 de mayo de 2016 en el Congreso el *Corporate Governance Reform and Transparency Act 2016*⁵⁵ con el título de “*una ley para mejorar la calidad de los asesores de voto para la protección de los inversores, la economía estadounidense y el interés público, promoviendo la contabilidad, transparencia [...] y competencia en la industria de los*

⁵⁴ CNMV, *Cit.* Pág. 31.

⁵⁵ PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 224

asesores de voto”⁵⁶, esta propuesta cambiaría el panorama actual, pasando de la citada regulación del Investment Advisers Act de 1940 a un nuevo régimen normativo⁵⁷ donde sería obligatorio el registro de los asesores de voto ante la SEC y hacer públicas tanto la metodología utilizada como sus conflictos de interés⁵⁸, entre otras iniciativas.

La propuesta de 2016 simplemente fue introducida⁵⁹ en el Congreso, no se sometió a votación. Antes de pasar la propuesta de ley al Congreso en su totalidad, debe ir primero al *House Committee on Financial Services*⁶⁰ que se reúne para tomar decisiones sobre la propuesta de ley. En concreto el día 16 de junio el comité votó para elaborar un informe para el Congreso recomendando que se introdujera la ley más adelante. El día 28 de septiembre de 2016 se publicó el informe⁶¹ donde se explicaban las intenciones y propósitos de la ley y se introducía una corrección.

La propuesta de ley ha sido reintroducida en el Congreso en 2017 por el mismo congresista, Sean P. Duffy⁶² como ya había adelantado ISS⁶³ que ocurriría. El 20 de diciembre de 2017 el Congreso aprobó la ley con el 55% de los votos a favor⁶⁴ (el 95% de los votos a favor pertenecientes al partido republicano al que pertenece el *sponsor* de la ley) y la propuesta pasará ahora al Senado.

De aprobarse la ley, tendría repercusión sobre la regulación de los *proxy advisors*. En primer lugar, en la sección tercera de la ley⁶⁵, al igual que lo hacía la propuesta de 2016, se impone la obligación de registro de los asesores de voto ante la SEC. Por otro lado, deberán publicar sus conflictos de interés, así como su código de conducta. Por

⁵⁶ Propuesta de ley presentada al Congreso en 2016.

Disponible en <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/5311/text>

⁵⁷ ISS, “Statement of Institutional Shareholder Services to the Securities and Exchange Commission Investor Advisory Committee”, File No. 265-28, 2016, pág. 2.

Disponible en <https://www.sec.gov/comments/265-28/26528-271.pdf>

⁵⁸ HAYES, J. “Statement on the Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016”, *Business Roundtable*, 17 de mayo de 2016. Disponible en <http://bit.ly/2GdDwGJ>

⁵⁹ Recorrido de la propuesta de ley “*Corporate Governance Reform and Transparency Act de 2016*” desde su presentación el 24 de mayo hasta su muerte el 28 de septiembre de 2016.

Disponible en <https://www.govtrack.us/congress/bills/114/hr5311>

⁶⁰ Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos.

⁶¹ Informe del Committee on Financial Services sobre el Corporate Governance Reform and Transparency Act de 2016, *Report 114-798*, 2016.

Disponible en <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CRPT-114hrpt798/pdf/CRPT-114hrpt798.pdf>

⁶² NASDAQ, “Proxy Advisory Reform: Legislation update”, *Nasdaq News*, 2017.

Disponible en <https://www.nasdaq.com/article/proxy-advisory-reform-legislation-update-cm862099>

⁶³ ISS, “Statement of ...”, *Cit*, pág. 2.

⁶⁴ Información de la votación disponible en *H.R. 4015 Corporate Governance Reform and Transparency Act de 2017*. Disponible en <https://www.govtrack.us/congress/votes/115-2017/h702>

⁶⁵ Corporate Governance Reform and Transparency Act de 2017. H.R 4015.

Disponible en <https://www.govtrack.us/congress/bills/115/hr4015/text>

último, el procedimiento y metodología empleada en la elaboración de las recomendaciones de los *proxy advisors* a los inversores institucionales así como los criterios que apoyen esas decisiones deben ser divulgados públicamente.

Ahora es el turno del Senado, que deberá votar la propuesta al igual que el Congreso, y de ser finalmente aprobada sin duda supondrá un giro radical a la existente regulación de los asesores de voto. Tal es la preocupación que hay varios informes que comentan el impacto que la ley podría tener en la industria de los asesores de voto. En un artículo del CEO de ISS, dijo que la ley “*permitirá a corporaciones bloquear la distribución de cualquier informe de un asesor de voto u opinión con la que no estén de acuerdo [...] permitirá un veto a ejecutivos de compañías que no quieren un informe de un asesor de voto sobre decisiones que toman los accionistas en junta (como el salario de los miembros del consejo de administración)*”⁶⁶.

No se sabe con certeza hasta qué punto tendrá repercusiones la ley hasta que sea aprobada finalmente y se tengan que cumplir las disposiciones que recoge. Lo que se sabe con certeza es que tras una encuesta a más de 140 sociedades cotizadas estadounidenses se puso de manifiesto que el 92% de ellas están a favor y promueven la propuesta de ley, para una mayor transparencia y control de los *proxy advisors* por parte de la SEC⁶⁷.

6.3. Directiva 2017/828

En Europa, el 17 de mayo de 2017 se aprobó la Directiva 2017/828⁶⁸ que modifica la Directiva 2007/36/CE e incluye regulación relacionada con los asesores de voto. La directiva tiene como plazo límite para su transposición en el ordenamiento nacional de los Estados Miembros hasta el 10 de junio de 2019⁶⁹ y en España de momento no se ha incorporado.

⁶⁶ RETELNY., G. *Cit.*

⁶⁷ NASDAQ & CENTER FOR CAPITAL MARKETS, “Corporate Governance Update: 2017 proxy season survey”. 2017, disponible en <https://goo.gl/s9q3oo>

⁶⁸ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>

⁶⁹ PLANA PALAUZIE, A., “Directiva 2017/828 de 17 de mayo, de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”, *Entre leyes y Jurisprudencia*, 2017.

La Directiva regula y recoge diferentes iniciativas para fomentar la transparencia de los inversores institucionales, empresas y *proxy advisors*. La regulación referente a los últimos se encuentra en los artículos 3 *octies* a 3 *undecies* de la norma.

Por un lado, la Directiva recoge obligaciones para los gestores de activos en relación con los *proxy advisors*, como el poner en conocimiento de los inversores institucionales anualmente su estrategia de inversión y esto incluye el uso de servicios de los asesores de voto para fines de actividades de implicación⁷⁰.

Sin embargo, el grueso de la regulación en relación a los asesores de voto versa sobre su transparencia y se encuentra en el artículo 3 *undecies* del capítulo I *ter*. Hay que tener en cuenta que las disposiciones contenidas en este artículo “*se aplican a todos aquellos que realizan sus actividades a través de un establecimiento situado en la UE aunque no tengan sus domicilio social ni su establecimiento principal en la UE*”⁷¹. Conviene saber quiénes quedan afectados por la norma antes de entrar a analizarla.

El artículo comienza estableciendo que “[l]os Estados Miembros garantizarán que los asesores de voto hagan referencia pública al código de conducta que apliquen e informen sobre su aplicación”⁷². La primera de las disposiciones sobre la publicidad de los códigos de conducta nos recuerda mucho a la que está recogida en la propuesta estadounidense⁷³ de 2016 y 2017 por lo que es de prever que ambas regulaciones van a tener disposiciones similares o en común.

Volvemos a ver similitudes con la propuesta americana cuando la Directiva establece el deber de información sobre las políticas y método de trabajo a la hora de elaborar las recomendaciones de voto. Si bien, en la norma europea se incluyen de manera más detallada el tipo de información que se debe poner a disposición de los clientes como las características esenciales de las políticas de voto que aplican a cada mercado, las principales fuentes de información utilizadas o las características esenciales de los métodos y los modelos aplicados⁷⁴, entre otros.

⁷⁰ MORENO SERRANO., E. “Aprobación de la Directiva 2017/828 sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”, *Revista de Derecho de Sociedades vol 50 (mayo-agosto 2017)*. Pág. 353

⁷¹ MORENO SERRANO., E. *Cit.* Pág 353 y Artículo 3 *undecies* apartado cuarto del Capítulo I *ter* de la Directiva 2017/828. *Cit.*

⁷² Artículo 3 *undecies* apartado primero del Capítulo I *ter* de la Directiva 2017/828. *Cit.*

⁷³ *vid* apartado 6.2

⁷⁴ Artículo 3 *undecies* apartado segundo, letra (a) (b) y (e) del Capítulo I *ter* de la Directiva 2017/828. *Cit.*

Por último, se hace referencia a los conflictos de interés, ya sean reales o potenciales, que deberán ser comunicados, se trata de otra de las obligaciones que vimos en la propuesta americana de regulación de los asesores de voto. Todos los deberes de información que hemos visto, se pueden llevar a cabo por medio de las páginas web de los asesores de voto por lo que no presenta ningún problema adicional.

Lo que está claro, es que la principal preocupación a nivel internacional es la forma de actuación y la transparencia del trabajo de los asesores de voto como se ha visto en las dos regulaciones americana y europea. Lo cierto es que, aunque siga siendo una regulación un tanto blanda, supone un primer paso hacia otro tipo de regulación ya que es la primera vez que se regula la figura de los *proxy advisors* en Europa de forma imperativa, es decir, mediante una norma y no a partir de códigos de conducta no vinculantes⁷⁵. Lo más probable es que a partir de ahora, y teniendo en cuenta la importancia de los asesores de voto este sea el principio de una serie de normas imperativas que regulen la actividad de los asesores de voto y doten al sistema de una mayor seguridad a la hora de entender su funcionamiento, recomendaciones y posibles conflictos de interés.

De hecho, la Comisión Europea dentro de los 6 años posteriores a la aprobación de la Directiva va a presentar al Parlamento un informe para evaluar las medidas que se han llevado a cabo en la Directiva y analizar la posibilidad de establecer requisitos de forma reglamentaria, así como nuevas propuestas legislativas⁷⁶, por lo que se verá si en el futuro pasamos a una regulación más dura de los *proxy advisors*.

7. ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES PROXY ADVISORS

7.1. Características comunes

Entre Institutional Shareholder Services (ISS) y Glass Lewis se encuentra alrededor del 97% de la cuota de mercado de los asesores de voto en Estados Unidos⁷⁷. Es decir,

⁷⁵ En este sentido, EY Fundación España & IE Business School, *Cit.* Pág. 16-17.

⁷⁶ GARRIGUES, “Modificación de la Directiva sobre los derechos de los accionistas”, Garrigues, Comentario Gobierno Corporativo No.1, 2017. Pág. 6 Disponible en <https://goo.gl/kTpXhV>

⁷⁷ BELINFANTI, T., “The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law and Business & Finance*, NYLS Legal Studies Research Vol. 14, 2010. págs. 395 y 397. Disponible en <http://bit.ly/2FqZiJO>

se trata de un mercado muy concentrado⁷⁸, con altas barreras de entrada en el que no hay ningún comparable a estos dos asesores de voto.

Hay una serie de características comunes a estos dos proxy advisors. En primer lugar, ambos son de origen estadounidense como ya se había adelantado. Por otro lado, los dos cuentan con recomendaciones de voto segmentadas conforme a diferentes mercados internacionales, entre ellos, Estados Unidos, Europa, Reino Unido y Asia principalmente, en ocasiones se segmenta también conforme a los mercados emergentes, por ejemplo, cuentan también con políticas específicas para Latinoamérica⁷⁹. Por último, los inversores institucionales pueden pedir a estos asesores de voto que realicen su trabajo conforme a sus propias políticas de Gobierno, lo que comúnmente recibe el nombre de *Proxy Voting Guidelines*⁸⁰.

7.2. Institutional Shareholder Services (ISS)

7.2.1. Historia y accionariado

Institutional Shareholder Services, también conocido por sus siglas ISS, es el mayor *proxy advisor* a nivel mundial y controla más del 60% del mercado estadounidense⁸¹. Fue creado en 1985 por Robert A.G Monks, administrador de la Oficina de Pensiones y Programas de Bienestar del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos durante el mandato del Presidente Reagan.

Después de muchas operaciones de compra y venta, cabe destacar que en 2010 fue comprada por MSCI (anteriormente, Morgan Stanley Capital International) a RiskMetrics Group y tan solo cuatro años después fue adquirida por un private equity estadounidense llamado Vestar Capital Partners que ha tenido su control hasta finales de 2017. Por último, Vestar publicó la venta de ISS en septiembre de 2017 al fondo Genstar Capital por 720 millones de dólares⁸², la operación se hará efectiva en el primer cuatrimestre de 2018.

⁷⁸ *vid* apartado 10.2

⁷⁹ GUTIÉRREZ. V., P & ABELLA. R, R. *Cit.* Pág. 426 y 427.

⁸⁰ GUTIÉRREZ. V., P & ABELLA. R, R. *Cit.* Pág. 427.

⁸¹ PWC, *Cit.* Pág. 9

⁸² VESTAR, “Vestar announces sale of institutional Shareholder Services for \$720 million”, *Vestar News*, 2017. Disponible en <http://bit.ly/2BNKOk2>

7.2.2. Mercado

ISS cuenta con más de 1700 clientes⁸³ repartidos por todo el mundo, ya sean instituciones, fondos de pensiones privados y públicos o fondos de inversión. Se calcula que pueden llegar a influenciar aproximadamente el 30% de los votos que se llevan a cabo en la Junta General de Accionistas⁸⁴. Se estima que ISS cubre aproximadamente entre el 25% y el 50% de las acciones con voto de las empresas medianas y grandes en el mercado americano⁸⁵. Según el informe de resultados presentado por ISS a finales de 2017⁸⁶ han llegado a emitir recomendaciones en más de 39.000 juntas de accionistas por todo el mundo cubriendo alrededor de 20.000 compañías en más de 110 países. Su cobertura de oficinas es de alrededor de 20 con 25 idiomas diferentes representados en su trabajo, su política es la de publicar sus recomendaciones en la página web, a diferencia de lo que ocurre en Glass Lewis como se verá en el siguiente apartado. Dada la importancia de ISS, y se su elevada cuota de mercado está sujeta a supervisión por la SEC estadounidense.

7.2.3. Servicios

ISS realiza las funciones principales de cualquier otro asesor de voto que se analizarán en las funciones y servicios de los *proxy advisors*⁸⁷. En su página web se dividen en varios grupos, entre ellos: ISS Analytics, Governance Advisory, Voting Proxy o ISS Ethix.

Sin embargo, ISS se caracteriza, entre otras cosas, en que posee una filial que ofrece servicios a empresas y emisores. Este servicio se trata fundamentalmente de recomendaciones para mejorar sus políticas y de esta forma poder recibir una recomendación favorable de los *proxy advisors*. Como se apunta en el informe del grupo de expertos de la CNMV⁸⁸ puede haber un conflicto de interés en este tipo de

⁸³ Página web de ISS, disponible en <https://www.issgovernance.com/>

⁸⁴ STIMMELL, L. & SCHNELL, D., “Proxy Advisors and Shareholder Activism”, *Wilson Sonsini Goodrich & Rosati (WSGR)*, 2017. Disponible en <https://www.wsgr.com/PDFs/proxy-advisors.pdf>

⁸⁵ SHERYL., C, ROSE., A & LAURIAN., E. “Top 15 things you should know about proxy advisory agencies”, *Boudicca Thought Pieces*, 2017. Disponible en <https://boudiccaproxy.com/2017/01/05/top-15-things-you-should-know-about-proxy-advisers/>

⁸⁶ ISS, “2017-2018 Global Policy Survey, Summary of Results”, *Institutional Shareholder Services*, 2017. Disponible en <https://goo.gl/Km6MEG>

⁸⁷ *vid* apartado 8

⁸⁸ CNMV, *Cit.* Pág. 39

asesoramiento, dado que al mismo tiempo está asesorando al emisor para que pueda recibir una recomendación favorable de voto que también puede ser emitida por ISS.

De todas formas, la política de ISS para evitar el conflicto de interés con su filial no llega al punto de no permitir la recomendación, sino que se limita a prevenirlo de alguna forma haciendo una publicación en su web sobre el potencial conflicto de interés. Más adelante se abordará el tema de los conflictos de interés en el apartado relativo a los problemas derivados de los *proxy advisors*⁸⁹.

7.3. Glass Lewis

7.3.1. Historia y accionariado

Glass Lewis fue creada en enero de 2003 y actualmente es el segundo asesor de voto más grande en el mercado. Fue cofundada por Gregory P. Taxin, Lawrence M. Howell y Kevin J. Cameron⁹⁰, quienes previamente habían trabajado en bancos de inversión como Morgan Stanley o Goldman Sachs, entre otros.

Desde su creación en el 2003 ha ido creciendo rápidamente gracias a un acuerdo con The Investor Responsibility Research Center (en adelante, IRRC) que les permitió acceder a sus clientes para ofrecerles recomendaciones de voto. Para cuando ISS adquirió IRRC, Glass Lewis ya disponía de una cuota de mercado y clientes significativos en Estados Unidos. Además, ha ido creciendo significativamente tras múltiples adquisiciones como Corporate Governance International en 2006, Washington Analysis en 2008, Meetyl en 2014 o IVOX en 2015.

Actualmente su accionariado es de Ontario Teachers' Pension Plan Board (OTPP) y de Alberta Investment Management Corporation (AIMCo) después de que la sociedad china XinhuaFinance accediese a vender la empresa en 2007.

7.3.2. Mercado

Se trata del segundo asesor de voto por volumen de negocio en los Estados Unidos, su cuota de mercado equivale al 37% aproximadamente del mercado estadounidense.

⁸⁹ *vid* apartado 10

⁹⁰ CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, "A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The case for Greater Accountability and Oversight", *Center on Executive Compensation*, 2011. Pág. 33. Disponible en <https://goo.gl/jeUpTN>

Según la información disponible en su página web⁹¹, Glass Lewis, formado por 360 empleados, cuenta con más de 1.200 clientes, la mayoría inversores institucionales que gestionan más de 35 trillones de dólares entre ellos. Asesoran en más de 20.000 Juntas de accionistas cada año en 100 países diferentes. A diferencia de ISS, Glass Lewis no está registrada en la SEC como asesor financiero y por lo tanto no está sujeta a supervisión por esta institución.

7.3.3. Servicios

Entre los servicios que ofrece Glass Lewis, se pueden remarcar entre otros: además del propio de las recomendaciones de voto a los inversores institucionales poseen plataformas para facilitar el voto y ofrecen servicios para localizar e identificar potenciales inversores necesarios para aprobar una decisión.

Por último, en su página web aparece el documento Conflict of interest Statement⁹² en el que se establece que Glass Lewis no ofrece servicios de consultoría a los emisores o a sus administradores, a diferencia de ISS.

7.4. Otros proxy advisors

Aunque los dos *proxy advisors* analizados han absorbido el mercado de los asesores de voto prácticamente en su totalidad, (en Estados Unidos controlan el 97% del mercado), existen otros. Conocemos los demás *proxy advisor* que existen a nivel mundial y nacional⁹³ como Egan Jones o Marco Consulting Group, que son los más grandes después de los líderes analizados.

Merece la pena mencionar el Expert Corporate Governance Service (en adelante, ECGS), que se trata de una red independiente de *proxy advisors* europeos caracterizada por el control de conflictos de interés y el riguroso proceso de análisis local a la hora de emitir recomendaciones. Entre sus miembros podemos diferenciar a Proxinvest, Ethos y Corporance. Este último es el primer *proxy advisor* español y se unió a ECGS en 2017⁹⁴.

⁹¹ Glass Lewis página web. Disponible en <http://www.glasslewis.com/company-overview/>

⁹² Glass Lewis Conflict of interest Statement. Disp. en <http://www.glasslewis.com/conflict-of-interest>

⁹³ *vid* apartado 3

⁹⁴ EXPANSIÓN, “El primer proxy advisor español quiere fomentar el activismo”, *Diario Expansión*, 2017. Disponible en <http://bit.ly/2FtQFuD>

8. PRINCIPALES FUNCIONES Y SERVICIOS DE LOS *PROXY ADVISORS*

Como se vio al analizar el concepto de *proxy advisor*, la principal función que desempeñan es la de emitir recomendaciones para que los inversores institucionales ejerzan el derecho de voto aparejado a las acciones que poseen en cartera.

Los servicios prestados por los asesores de voto se pueden dividir en dos grupos, los prestados a inversores y los prestados a sociedades emisoras cotizadas.⁹⁵ El primero de los grupos es el más importante, en el que se centra la actividad principal y donde se encuentran más variedad de servicios.

Dentro del primer grupo de servicios, los prestados a inversores, cuando analizábamos a los dos principales asesores de voto y las prácticas recogidas en sus respectivas páginas web se puso de manifiesto que poseen una gran variedad de servicios que acompañan al servicio principal de las recomendaciones de voto para cada uno de los puntos del día de las Juntas Generales de Accionistas (JGA). Dentro de estos servicios de logística⁹⁶ hay servicios de comunicación e información sobre las JGA y los temas que se van a tratar, además se ponen a disposición del inversor plataformas de voto para que una vez ejercido el derecho puedan ser enviados por medio de los asesores de voto, cuya utilidad queda reflejada en votos transfronterizos fundamentalmente. Esta última actividad recuerda a la que realizan los *proxy agents*⁹⁷ y es que los asesores de voto más grandes pueden llegar a cubrir actividades que comúnmente realizan otras empresas, como los *proxy agents* o incluso los *proxy solicitors*. La coordinación de acciones judiciales colectivas, conocidas como *class actions*, los servicios auxiliares de custodia de valores o de alerta en caso de superar ciertos umbrales de participaciones significativas son otros de los servicios accesorios⁹⁸ que prestan los asesores de voto más importantes como ISS, Glass Lewis o Egan Jones.

En cuanto al segundo grupo, el de servicios prestados a sociedades cotizadas, destaca el asesoramiento en materia de gobierno corporativo, que pueden versar sobre diferentes prácticas como la retribución de administradores o las fusiones y

⁹⁵ GALLEGO CÓRCOLES, A., Las posibilidades de actuación de los «proxy advisors» en el mercado en GALLEGO C., A. (ed), "Asesores de Voto («Proxy Advisors») y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas. Thomson Reuters, Aranzadi, 1ª ed., Pamplona, 2014.

⁹⁶ El grupo de expertos habla de servicios de asesoramiento en materia de voto y servicios accesorios. Otros autores como GALLEGO CÓRCOLES, A., "Las posibilidades de..." *Cit.* hablan de servicios intelectuales y de logística.

⁹⁷ *Vid* apartado 4

⁹⁸ CNMV, *Cit.* Pág. 6

adquisiciones⁹⁹. Se trata de un servicio un tanto peligroso en relación a los conflictos de interés. Como se vio, en ocasiones a la misma sociedad se le presta asesoramiento sobre lo que un *proxy advisor* entiende como buen gobierno, posteriormente el mismo asesor de voto puede emitir una recomendación favorable para esa sociedad. Se trata de un servicio que no todos lo prestan, como es el caso de Glass Lewis. Otros, sin embargo, lo prestan pero separándolo de la actividad principal del grupo, en un intento de separar el negocio de consultoría del de recomendación de voto, como el caso de ISS, con la filial de ISS Corporate Services. Se trata de un tema controvertido y al que la nueva regulación le da importancia, dado que se deben publicar los potenciales conflictos de interés en las páginas web corporativas, y este servicio puede llegar a provocar este conflicto.

Aunque hayamos visto la variedad de servicios que prestan a los inversores, lo cierto es que el de emitir recomendaciones es el que singulariza a esta figura y el que al fin y al cabo les da el nombre de *proxy advisor*¹⁰⁰.

9. SISTEMA DE TRABAJO DE LOS *PROXY ADVISORS*¹⁰¹

El proceso comienza con la elaboración de las políticas de voto de los asesores de voto, a veces un poco conflictivas, dado que como se analizará en el siguiente apartado, no siempre tienen en cuenta las necesidades y las singularidades de los mercados locales. Una vez finalizadas, se remiten al analista responsable del mercado que terminará la recomendación para cada uno de los asuntos de la JGA en el que podrá darse una recomendación de voto favorable, abstención o en contra.

En algunos casos, dado que no se hace siempre, el asesor de voto puede enviar el informe a la sociedad cotizada de forma anticipada, en la que se puede todavía modificar las recomendaciones del informe dado que no se ha enviado todavía al inversor institucional que ha contratado el servicio.

El siguiente paso es la remisión de las recomendaciones de voto a los inversores institucionales o cualquier otro cliente que haya contratado el servicio. En estos

⁹⁹ GALLEGO CÓRCOLES, A., “Las posibilidades de...” *Cit.*

¹⁰⁰ GALLEGO CÓRCOLES, A., “Las posibilidades de...” *Cit.* y LARCKER, D. et al, “And then a miracle happens!: how do proxy advisory firms develop their voting recommendations?”, 2013, disponible en <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-31-proxy-firms-voting-recommendations.pdf>

¹⁰¹ CNMV, *Cit.* Pág. 23 y PWC, *Cit.* Pág. 10

momentos entran en juego distintas variedades. El voto puede ser ejercitado por los propios inversores institucionales (que a su vez, podrán seguir o no las recomendaciones de los asesores de voto) o pueden usar las plataforma de voto¹⁰² que ponen a su disposición los asesores de voto, que es una forma de delegar el voto. Finalmente se dará la información al custodio de las acciones que finalizará el proceso con la entrega de la información a la sociedad cotizada.

De forma paralela, y aprovechamos a incluirlo en este apartado, actuarán los *proxy solicitors*¹⁰³. Estas empresas, a lo largo del ejercicio tratarán de identificar a los accionistas bajo el mandato de las sociedades cotizadas, actuando de mediadores antes de que se produzca la votación en JGA, a su vez pueden incluso dialogar con los asesores de voto¹⁰⁴.

10. PRINCIPALES PROBLEMAS QUE PLANTEAN LOS *PROXY ADVISORS*

Como se ha visto en las propuestas regulatorias que han llegado y están por llegar, la transparencia y los conflictos de interés han sido la mayor preocupación entorno a los asesores de voto, aunque no las únicas, la concentración del mercado y la estandarización de su trabajo son también cuestiones a mejorar.

10.1. Funcionamiento e independencia de los informes

Lo que ocurre a menudo es que se cuestiona la elaboración de los informes de recomendación de voto por el método de trabajo empleado. En primer lugar, se les acusa de usar un mismo modelo para elaborar recomendaciones de voto en países donde los estándares son muy diferentes sin entrar a analizar las particularidades de cada uno de los mercados locales. Este punto se ha visto señalado por grandes despachos¹⁰⁵ cuyas declaraciones sobre este tipo de informes señalan la falta de personalización de las recomendaciones, y el llamado *one-size-fits-all* método de trabajo. Es un tema muy común en el trabajo de los asesores de voto, también se les acusa de no tener en cuenta los intereses de los inversores o incluso de cometer errores en la elaboración de los

¹⁰² *vid* apartado 8

¹⁰³ *vid* apartado 4

¹⁰⁴ PWC, *Cit.* Pág. 10

¹⁰⁵ “*a menudo un gran número de acciones se votan de forma predeterminada con un modelo générico one size fits all, en lugar de con individualidad y teniendo en cuenta la particularidad y circunstancias concretas de cada mercado*” en WACHTELL LIPTON, “Comments on the SEC’s Proxy Plumbing Concept Release”, 2010. Disponible en <http://bit.ly/2DdHtYE>

informes o usar criterios poco claros¹⁰⁶. En el caso de los errores, se podrían solventar si la recomendación pudiese ser enviada previamente a la sociedad cotizada¹⁰⁷, pero se trata de un servicio que no permiten todos los *proxy advisor*¹⁰⁸. Tras una encuesta a más de 140 sociedades cotizadas estadounidenses se puso de manifiesto que el 53% de las sociedades encuestadas dijeron que las recomendaciones que los asesores les habían hecho no tenían en cuenta sus intereses y que contenían errores, lo que supone un aumento del 18% con respecto al año anterior¹⁰⁹. La consecuencia es la creación de asesores de voto locales que cubren únicamente cuestiones nacionales, es el caso de Corporance por ejemplo, que presume de realizar recomendaciones de voto personalizadas para cada mercado e inversor.

Es un problema que a primera vista puede parecer lógico, si ISS y Glass Lewis emiten recomendaciones para 1.700 y 1.200 clientes respectivamente¹¹⁰ resulta complicado que con la plantilla que tienen puedan hacer en tan poco tiempo recomendaciones singulares para cada inversor en cada uno de los mercados que opera. Parece que en este tipo de ocasiones deben informar a los inversores o abstenerse de realizar el servicio para evitar recomendaciones contradictorias con los intereses del inversor o incluso incongruencias con otras de sus recomendaciones.

Este problema está relacionado con la transparencia que se les está exigiendo a los asesores de voto tanto en sus recomendaciones como en las directrices utilizadas para llevarlo a cabo¹¹¹ y es un punto en el que sin duda todavía queda margen de mejora. Un punto que está considerado como una de las claves para el desarrollo de los asesores de voto¹¹². Probablemente hasta que no se llegue a una regulación de facto más severa no se gozará de una garantía en cuanto al sistema de trabajo y recomendaciones de los PA¹¹³.

¹⁰⁶ CNMV, *Cit.* Pág 15

¹⁰⁷ PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 221 y 222

¹⁰⁸ *vid* apartado 9

¹⁰⁹ NASDAQ & CENTER FOR CAPITAL MARKETS, *Cit.*

¹¹⁰ *vid* apartado 7.2.2 y 7.3.2

¹¹¹ *vid* apartado 6.2 y 6.3

¹¹² DE LAS CASAS, J. “Los 'proxy advisors', pieza clave del nuevo modelo de gestión corporativa”, *Expansión*, 2017.

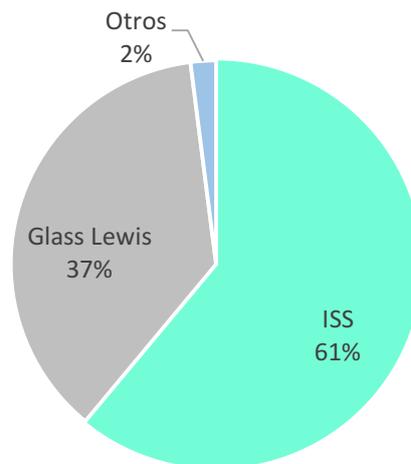
Disponible en <http://www.expansion.com/economia/2017/10/11/59ddc88f46163f473f8b45b0.html>

¹¹³ PUENTE GONZALEZ, “La influencia del activismo accionarial en el gobierno corporativo de las sociedades de capital. Régimen jurídico comparado: España, Estados Unidos y Reino Unido”, *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales* n.5 (mayo-agosto 2017).

10.2. Mercado de los *proxy advisors*

Se trata de una consecuencia derivada del duopolio de los grandes asesores de voto, ISS y Glass Lewis, que controlan aproximadamente el 97% del mercado estadounidense (Ver Gráfico 1¹¹⁴), y gran parte del mercado nacional. Esta concentración ha provocado alianzas de asesores de voto locales como ECGS¹¹⁵, con políticas de voto uniformes entre ellos, como intento de poder competir contra los dos grandes.

Gráfico 1: Cuotas de mercado de los *proxy advisor* en Estados Unidos



Se deben añadir las enormes barreras de entrada¹¹⁶ que suponen acceder al mercado de los *proxy advisors*. En primer lugar, las carteras de los inversores institucionales con acciones en sociedades cotizadas de un gran número de países obligan a los que quieran ejercer la actividad de los asesores de voto a cubrir muchos mercados desde el primer momento en el que inician la actividad, dado que de otra forma no pueden prestar el servicio a los inversores. Por otro lado, ISS y Glass Lewis llevan prestado los servicios durante varias décadas lo que supone que ya tienen un prestigio en el mercado y son muchos los inversores que de forma automática siguen sus recomendaciones por lo que las nuevas empresas no disponen de tiempo para ser creíbles y conseguir reputación para poder competir contra el duopolio. Además, los inversores institucionales rara vez cambian de *proxy advisor* por los elevados costes que eso le conlleva con lo que se hace todavía más difícil la entrada de nuevos asesores de voto.

¹¹⁴ Elaboración propia a partir de PWC, cit. Pág. 9

¹¹⁵ *vid* apartado 7.4

¹¹⁶ PERDICES HUETOS, A. “Los asesores de voto. Evidencias y mitos desde la polémica de los *proxy advisors*” en *Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, Madrid 2011 [*non vidi, cit* PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 221.]

10.3. Conflictos de interés

Con seguridad, se trata del problema más característico que rodea la industria de los PA. Cuando hablamos de conflictos de interés entendemos que hay un riesgo (aunque sea potencial) de que el asesor de voto se beneficie o beneficie a un tercero a raíz de la recomendación de voto emitida, lo que puede llevar a un problema al inversor institucional al haber votado con una recomendación viciada con un conflicto de interés¹¹⁷. Los asesores de voto, publican en sus páginas web los potenciales conflictos de interés¹¹⁸ en los que pueden incurrir y cuál va a ser el tratamiento que se les va a dar, además, dentro de poco estarán obligado a hacerlo por ley¹¹⁹. Los conflictos más comunes¹²⁰ son los derivados de tenencia de acciones y por lo tanto interés del propio asesor de voto en una sociedad cotizada, la composición del accionariado del propio PA que puede ser un inversor institucional o incluso una agencia de rating y por último recomendaciones en relación con emisores o empresas que a su vez controlan parte del accionariado de otra sociedad, también cotizada.

Para un mayor entendimiento de los conflictos de interés que pueden aparecer se van a poner ejemplos reales de potenciales conflictos de interés y su tratamiento. El primero de ellos, como ya se ha visto, es la filial de ISS¹²¹ que se dedica a asesorar en materia de gobierno corporativo a sociedades mientras que la matriz se encarga de emitir recomendaciones a inversores en relación con los derechos de voto de esas mismas sociedades. La forma en la que trata de evitar el conflicto poniendo la información en su página web sobre la separación de ambos negocios, pero no incluye ninguna previsión en la que se recoja la abstención en este tipo de casos, que debería de ser la forma de proceder y de evitar realmente el conflicto. Se trata de un conflicto que entre los *proxy advisors* más grandes solo vemos en ISS y se trata del conflicto más peligroso y criticado¹²².

¹¹⁷ 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. Pág. 3

¹¹⁸ Ver Declaraciones de conflictos de interés de ISS y de Glass Lewis disponibles en <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/ISSBoardofDirectorsConflictsPolicy.pdf> y en <http://www.glasslewis.com/conflict-of-interest> respectivamente.

¹¹⁹ *vid* apartado 6.2 y 6.3

¹²⁰ CNMV, *Cit.* Pág 17

¹²¹ *vid* apartado 7.2.3 y 8

¹²² “contratar los servicios de consultoría de la filial de ISS te da una ventaja sobre como la firma ve y considera el gobierno corporativo aunque los disclaimers digan lo contrario” en THOMPSON-MANN, M. Voting Integrity: Practice for Investors and the Global Proxy Advisory Industry 9, *Yale Sch. of Mgmt.*

Por otro lado, ISS está controlado por un Genstar Capital, que se dedica al capital riesgo y tiene a su vez participaciones significativas en otras empresas. Este conflicto no está ni siquiera publicado en la página web, dado que la adquisición por parte de Genstar es muy reciente, sin embargo, los conflictos que había antes con Vestar Capital¹²³ si están publicados¹²⁴, lo que hace pensar que van a llevar una política similar a la que se llevó cuando ISS estaba controlado por Vestar.

Otro potencial conflicto, es el accionariado de Glass Lewis, que está controlado por Ontario Teachers' Pension Plan Board (OTPP)¹²⁵, que es un inversor institucional involucrado en inversiones tanto públicas como privadas sobre las que Glass Lewis emite recomendaciones. Glass Lewis establece la política de añadir una nota al informe de todas las compañías en las que OTPP tenga una importante participación¹²⁶. El hecho de que Glass Lewis no haga públicas sus recomendaciones hace que todavía se dude más de su independencia en este tipo de conflictos.

En cuanto a Egan Jones, su accionariado está controlado por una agencia de rating de crédito. En la página web estipulan que la firma es independiente y que no ofrece servicios de consultoría, pero no considera un conflicto de interés que esté controlado por una agencia de rating porque “*no recibe compensación ninguna por parte de los emisores para calificar sus créditos*”¹²⁷.

Hay otros conflictos de interés que no se ven de forma tan clara como los que se han analizado. Es el caso del asesor de voto norteamericano Marco Consulting. Este *proxy advisor* tiene como cliente a Taft- Hartley, un fondo de pensiones que suele involucrarse a menudo en propuestas de voto en JGA. El potencial conflicto que ven algunos autores es que se sientan presionados a adoptar recomendaciones a favor de las propuestas promovidas por su cliente, sobre todo si son contrarias a las políticas de voto de la firma con tal de poder retener al cliente. Sin embargo, y de igual forma que hemos visto en Egan Jones, este *proxy advisor* dice que no incurre en conflictos de interés dado

Millstein Ctr. for Corporate Governance & Performance, Policy Briefing No. 3, 2009, [non vidi, cit CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, “A Call for Change...” Pág. 44]

¹²³ Anterior dueño de ISS, antes de que fuese comprador por Genstar Capital. *vid* apartado 7.2.1

¹²⁴ ISS, “Policy on Potential conflicts of interest”, relacionado con las empresas afiliadas con el fondo Vestar Capital, en <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/ISSConflictsPolicyreVestar.pdf>

¹²⁵ *vid* apartado 7.3.1

¹²⁶ CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, “A Call for Change...” Pág. 9

¹²⁷ EGAN JONES, “Conflicts of interest statement”, disponible en <http://bit.ly/2tMfU9s>

que no ofrece servicios de consultoría a otras empresas, como si ese fuese el único potencial conflicto de interés en el que se puede caer.

Como se ha visto, el problema más común es el del accionariado del asesor de voto, que puede llevar a potenciales conflictos de interés. En ocasiones se trata de conflictos que no se pueden eliminar, pero si tomar políticas algo más firmes y sobretodo, más claras disponibles en sus páginas web¹²⁸. En ocasiones es difícil dar con el conflicto de interés porque al tratarse de empresas privadas no están sujetas a los mismos estándares de transparencia e información que exige la regulación o el Estado¹²⁹.

Tabla 4: Conflictos de interés de los principales asesores de voto

Tipo de conflicto	ISS	Glass Lewis	Egan Jones	Marco Consulting
Servicios de consultoría de gobierno corporativo a sociedades emisoras	X			
Hace recomendaciones en propuestas promovidas por clientes institucionales	X	X	X	X
<i>Proxy advisors</i> involucrados en la administración de empresas públicas	X	X		
Sociedad matriz realiza otros servicios a los inversores institucionales	X	X	X	X

En la Tabla 4¹³⁰ se recogen de forma gráfica los conflictos de interés distribuidos en los principales asesores de voto estadounidenses. El mayor problema lo tiene ISS, no solo es el único que ofrece servicios de consultoría a sociedades emisoras, sino que además tiene los otros tres potenciales conflictos de interés.

En el *proxy season* de 2017, el 17% de las sociedades estadounidenses encontraron conflictos de interés, pero solo el 2% de ellos lo pusieron en conocimiento de la SEC mientras que el 14% lo avisó a los asesores de voto¹³¹.

¹²⁸ EDMANS, A. “Conflicts of Interest Among Proxy Advisors”, Corporate Governance, 2017.

Disponible en <http://alexedmans.com/conflicts-of-interest-among-proxy-advisors/>

¹²⁹ ROLNIK, G. “The Powerful Private Regulator and the Effects of Conflicts of Interest”, *The blog of the Stigler Center at the University of Chicago Booth School of Business*, 2017. Disponible en <https://promarket.org/powerful-private-regulator-effects-conflicts-interest/>

¹³⁰ Elaboración propia, traducido y adaptado de CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, “A Call for Change...” Pág. 52

¹³¹ NASDAQ & CENTER FOR CAPITAL MARKETS, *cit.*

10.4. Respuesta de inversores y empresas

Los PA “*son capaces de marcar el sentido en el que miles de inversores ejercerán sus derechos de voto en otras tantas reuniones de JGA sin sufrir las consecuencias favorables o adversas que tal ejercicio lleva aparejado*”¹³², es decir, no tienen ningún tipo de riesgo o responsabilidad, lo que parece ser cuestionable, dado el impacto de su actividad. Por otro lado, ISS y Glass Lewis controlan prácticamente todo el mercado en EEUU y se estima que afectan al 38% de los votos emitidos en las sociedades cotizadas estadounidenses¹³³. Esta influencia en ocasiones se percibe de forma negativa y se intenta mitigar o limitar su impacto en las sociedades y en su trato con los accionistas. Por ejemplo, Daniel Gallagher, comisionista de la SEC, dijo públicamente que nadie debería de poder externalizar sus obligaciones fiduciarias, refiriéndose al voto en las sociedades cotizadas.

En ocasiones, algunos de los inversores institucionales más importantes como Blackrock han hecho declaraciones en contra del seguimiento de las recomendaciones de los asesores de voto. Es conocido que este inversor no sigue ninguna recomendación de los PA sino que hacen su política de voto basada en lo que ellos consideran la mejor decisión para los intereses económicos de los inversores en el largo plazo¹³⁴. En relación con lo anterior, el CEO de Blackrock, Larry Fink, mandó una carta a más de 600 empresas que constituían las mayores inversiones de la compañía en la que dijo que aconsejaba a las empresas a seguir las políticas de gobierno corporativo de Blackrock antes que las de los asesores de voto y que ellos adoptaban sus políticas de voto de forma independiente e interna a cualquier otro asesor¹³⁵. Un detalle curioso es que en ocasiones no hay posibilidad de elección, es decir, aunque inversores como Blackrock no quieran seguir recomendaciones de ningún asesor externo hay situaciones concretas

¹³² GALLEGO CORCOLES, “El papel de los proxy advisors en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas” en GALLEGO C., A. (ed), *Asesores de Voto («Proxy Advisors») y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*. Pág. 83

¹³³ WOOLER, J. “Boards should minimize the role of proxy advisors”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2013. Disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/10/31/boards-should-minimize-the-role-of-proxy-advisors/>

¹³⁴ BLACKROCK, “Proxy Voting and Shareholder Engagement FAQ, disponible en <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-faq-global.pdf>

¹³⁵ LIPTON, M. “Disintermediating the proxy advisory firms”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2012. Disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/01/21/disintermediating-the-proxy-advisory-firms/>

que exigen la externalización del servicio a un tercero¹³⁶. Se trata de la ley Bank Holding Company Act¹³⁷ que prevé que en el caso de que los inversores superen cierto umbral en el accionariado de un banco es necesario externalizar el voto a terceros independientes para paliar la posible influencia que un inversor puede tener sobre la industria bancaria americana¹³⁸. Esto fue lo que ocurrió cuando se pidió separar los cargos de presidente y CEO de JP Morgan y Blackrock contaba con un 6,5% de las acciones del banco en cartera por lo que el voto ligado a sus acciones lo ejerció Governance for Owners, un asesor de voto independiente de Reino Unido. La directora general de este asesor de voto, Michelle Edkins, entró en Blackrock años después.

La posición que toma Blackrock en contra de los PA y sus recomendaciones es interesante y ha sido secundada por grandes despachos americanos como Wachtel Lipton, cuyo fundador declaró que era provechoso que un inversor institucional como Blackrock tomase la iniciativa y se involucrase en las decisiones de gobierno corporativo sin externalizar la responsabilidad y el voto a los PA o buscando beneficio a corto plazo¹³⁹. Otro, como Jaime Dimon, presidente de JP Morgan se atrevió a llamar vagos a los inversores institucionales que usaban los servicios de los asesores de voto, aunque lo hizo después de que emitiesen una recomendación en contra de su bonus millonario, por lo que pudo ser una simple reacción del momento.

Lo cierto es que los dos grandes asesores de voto acumulan mucho poder, y pueden llegar a paralizar decisiones en las JGA¹⁴⁰, es lógico que surjan críticas como las que hemos visto, pero no todos los inversores institucionales pueden permitirse un equipo que se dedique a analizar las propuestas de todas las votaciones de las sociedades que tengan en cartera, siendo mucho más fácil delegar en un tercero, con todos los riesgos que eso pueda suponer.

¹³⁶ LARCKER, D.F. et al, “Outsourcing Shareholding voting to proxy advisory”, *The journal of Law and Economics*, volumen 58, no.1, 2015, págs. 173-204. Pág 174. Disponible en <https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/682910>

¹³⁷ US Bank Holding Company Act 1956 (12 U.S. Code § 1841), mayo de 1956, disponible en <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-70/pdf/STATUTE-70-Pg133.pdf>

¹³⁸ CRAIG, S. & SILVER-GREENBERG, J. “Small Firm could turn the vote on Dimon”, *The New York Times*, 2013, en <https://dealbook.nytimes.com/2013/05/07/small-firm-could-turn-the-vote-on-dimon/>

¹³⁹ LIPTON, M. *Cit*

¹⁴⁰ *vid* apartado 11

11. INCIDENCIA PRÁCTICA EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN ESPAÑA

11.1. La importancia del capital flotante y la inversión extranjera

Durante los últimos años, España ha evolucionado de forma indudable en el ámbito del gobierno corporativo, sobre todo desde 2014 debido a los cambios que se han producido en las normas legislativas y las recomendaciones¹⁴¹. Un ejemplo de ello es que en los últimos cinco años se ha aumentado seis puntos porcentuales la media de participación de los inversores en las JGA de las sociedades que forman el IBEX 35 en España, que refleja el interés creciente en el gobierno corporativo.

Según un estudio, los inversores institucionales más activos en España son los americanos con un 72% de participación en las JGA, seguidos de los ingleses con un 55% de participación. La participación de los inversores institucionales españoles o franceses en JGA españolas es más baja, un 40% y 33% respectivamente¹⁴². La incidencia de los PA en España deriva fundamentalmente de su condición de asesores de inversores extranjeros con participaciones en empresas españolas¹⁴³ dado que los españoles no tienen las mismas obligaciones para ejercer el derecho de voto y por lo tanto, son menos activos. Es decir, para el caso de España, son los inversores extranjeros los que, al estar obligados a ejercer el derecho de voto, siguen y contratan los servicios de los PA en nuestro país. Por ejemplo, a modo ilustrativo¹⁴⁴:

[L]as instituciones de inversión colectiva solo están obligadas a ejercer el derecho de voto respecto a las sociedades españolas en las que además, la participación supere el 1% del capital social y tenga una antigüedad superior a 12 meses, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe anual (énfasis añadido).

[L]os fondos de pensiones, la normativa 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 justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe en el informe de gestión anual del fondo de pensiones (énfasis añadido).

¹⁴¹ URÍA MENÉNDEZ, GEORGESON & DAVIS POLK, “Estudio relativo a los consejeros microdominicales: aportando una visión jurídica y de mercado”, 2018. Pág. 9. Disponible en http://www.uria.com/documentos/publicaciones/5486/documento/Estudio_consejeros_microdominicales.pdf

¹⁴² PRETO, J.M., “Proxy voting in Spain: the investors’ autumn”, Ethical Boardroom, 2016. Disponible en <https://ethicalboardroom.com/proxy-voting-in-spain-the-investors-autumn/>

¹⁴³ PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 226

¹⁴⁴ PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 226 y 227

Por lo que queda claro que, en España, la influencia de los asesores de voto deriva fundamentalmente del inversor extranjero. Además, según BME, los inversores extranjeros han ido aumentando su presencia en las sociedades cotizadas españolas llegando de una titularidad del 43,1 % en el ejercicio 2016¹⁴⁵ (supone un aumento de más del 13% en los últimos 20 años).

Por otro lado, se está incrementando también el porcentaje de capital flotante de las sociedades españolas, tanto las pertenecientes al IBEX 35, como las del mercado continuo¹⁴⁶ lo que se convierte a la vez en causa de que aumente la inversión extranjera en España¹⁴⁷. El capital flotante ha aumentado desde el 62,18% en 2015 al 66,28% en 2017, lo que supone la posibilidad de entrada a nuevos inversores en España.

El efecto final de los asesores de voto resulta más pequeño en España que en otros países debido a la concentración accionarial de las sociedades locales y la menor presencia de inversores extranjeros en relación con otros países, aunque esta cifra, al igual que la de capital flotante, ha ido aumentando en los últimos años, y con ello, la incidencia de los asesores de voto en España.

11.2. Las propuestas más conflictivas y casos concretos

Estos dos factores, aumento de capital flotante y de inversión extranjera en España hacen que la influencia de los asesores de voto aumente y que haya por lo tanto correlación entre sus recomendaciones y los resultados de las votaciones de las JGA para esas propuestas en concreto.

En 2017, 22 compañías del IBEX 35 recibieron la oposición de más del 10% del *quorum* que asistió a la JGA¹⁴⁸, supone que más del 60% de las empresas del IBEX tuvieron un rechazo bastante grande. Se trataron en su mayoría de propuestas relativas a la retribución de consejeros y, en segundo lugar, las relacionadas con la composición del Consejo de administración.

A este respecto, Ramón Hernández, socio director del *proxy advisor* español Corporance, realizó una enumeración sobre las principales propuestas más propensas a recibir una recomendación negativa de los asesores de voto, que se recoge en de forma

¹⁴⁵ Vid apartado 2

¹⁴⁶ PWC. *Cit.* Pág. 4

¹⁴⁷ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 18

¹⁴⁸ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 11

exhaustiva en la Tabla 5¹⁴⁹ y que en los próximos apartados se analizarán algunas de ellas con más detalle, teniendo en cuenta las *proxy voting policies* de los mayores asesores de voto a nivel internacional, ISS y Glass Lewis. Hay otras propuestas como el precio máximo para la compra de acciones propias, la emisión de obligaciones, la responsabilidad social y medioambiental o el nombramiento de auditor, que a pesar de no aparecer en la Tabla 5 también suelen tener un fuerte rechazo.

Tabla 5: Propuestas más propensas a recibir una recomendación negativa en España

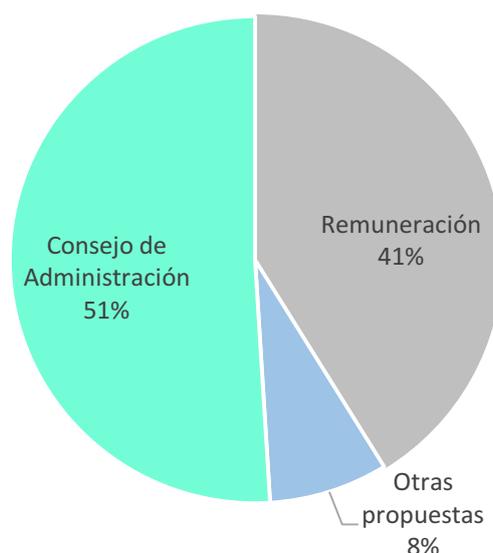
Consejo de Administración	Nombramiento y reelecciones de consejeros
	Acumulación de las funciones de Presidente y CEO
	Diversidad de género en el Consejo
	Porcentaje de Consejeros Independientes
	Política de selección de Consejeros Independientes
	Nombramiento de Consejeros dominicales
	Composición de las Comisiones del Consejo de Administración
Retribución	Retribuciones del Consejo
	Objetividad de los criterios de evaluación del desempeño
	Límites de la retribución variable
	Criterios aplicables a los incentivos a largo plazo
	Límites a las indemnizaciones por cese
	Asignación de retribución variable a los consejeros independientes
	Ausencia de Cláusulas contractuales de reembolso de indemnizaciones
	Ausencia de Cláusulas contractuales de retribución variable en casos de fraude
Socio-Sociedad	Dilución de aumentos de capital sin derecho de suscripción preferente
	Alteración del principio de igualdad de trato
	Limitaciones máximas del derecho de voto y protección del derecho de información
	Delegación en el Consejo para la ampliación de capital

Como podemos ver, las propuestas más conflictivas en España se pueden resumir en tres grandes grupos. Si analizamos de forma más concreta la temporada de JGA de 2017 y las recomendaciones negativas de ISS, llegamos a la conclusión de que más del 50% de las recomendaciones negativas que hicieron en España estaban relacionadas con el

¹⁴⁹ Elaboración propia a partir de PEÑASCO, R. H. *Cit.* Pág. 226 y 227

Consejo de Administración (siendo prácticamente en su totalidad, sobre la reelección y nombramiento de consejeros, excepto una sobre la separación del cargo de presidente y CEO), el 41% fueron sobre temas relacionados con la retribución de los consejeros y el 8% restante formado por otro tipo de propuestas, entre las que destaca las relativas al capital social y a la relación entre el socio y el accionista (ilustrado en el Gráfico 2).

Gráfico 2: Recomendaciones de ISS no favorables en España (IBEX 35) durante 2017



En España, ISS emitió 51 recomendaciones negativas sobre propuestas del IBEX 35, y 69 recomendaciones negativas para empresas del mercado continuo¹⁵⁰, las principales razones por las que recibieron un voto no favorable fueron problemas de diversidad e independencia del Consejo.

En España hemos visto casos en los que los asesores de voto han echado abajo propuestas importantes. Uno de los casos es el de la JGA de Merlin Properties, donde los accionistas votaron en contra de las remuneraciones del consejo de administración¹⁵¹. Otro caso interesante fue cuando Oceanwood movilizó al accionariado de NH para cesar a parte del consejo de administración. Por lo general una recomendación negativa no es el fin del mundo, y lo más probable es que la propuesta siga siendo aceptada por la JGA¹⁵², pero siempre hay excepciones. Depende mucho del porcentaje de votos a favor que se necesite para aprobar la propuesta, por ejemplo, si es

¹⁵⁰ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 24

¹⁵¹ FERNÁNDEZ, D. “El poder de los asesores de los fondos de inversión enciende las alarmas”, *El País*, 2016. Disponible en https://elpais.com/economia/2016/11/25/actualidad/1480089344_837363.html

¹⁵² SHERYL., C, ROSE., A & LAURIAN., E. *Cit.*

necesario una mayoría reforzada del 75% de la JGA, una recomendación negativa puede ser decisiva. Lo que se ha puesto de manifiesto a través de un estudio es que ISS es el único asesor de voto con un poder significativo en las sociedades, seguido de Glass Lewis muy por detrás. Además, el poder que se le suele otorgar a los asesores de voto no es en realidad tan alto como puede parecer, una recomendación de voto puede hacer oscilar los votos a favor o en contra entre un 6% y un 13% dependiendo del tamaño de la empresa sobre la que se realice la recomendación¹⁵³.

Al fin y al cabo, la influencia de un asesor de voto es simplemente la influencia del inversor institucional que sigue las recomendaciones de ese asesor. Por lo tanto, la clave es controlar el accionariado de las sociedades, porque si un inversor llega a tener un porcentaje significativo es cuando pueden aparecer los problemas. La influencia siempre será del inversor institucional, dado que está en su mano seguir la recomendación, delegar o tomar su propio criterio. Los PA son meros intermediarios que dan su recomendación, aunque es cierto que muchos inversores institucionales siguen las directrices de los asesores sin realizar ningún tipo de análisis o investigación.

12. ANÁLISIS PROPUESTAS DE 2017 Y SUS *POLÍTICAS DE VOTO EN ESPAÑA*

12.1. Capital Social

Dentro del cajón de capital social, incluimos propuestas relacionadas con la ampliación de capital (con cargo a reservas o emisión de acciones), reducciones sin derechos de oposición de los acreedores o la delegación en el consejo de la facultad de aumentar capital, entre otras. Se trata de uno de los puntos más conflictivos en España¹⁵⁴, dado que fue uno de los que más rechazo provocó (11 propuestas relacionadas con el capital social obtuvieron un voto negativo de más del 10% del *quorum*). Sin embargo, no hubo apenas recomendaciones negativas de los asesores de voto en materias relacionadas con capital. De hecho, ISS no emitió ninguna recomendación negativa y Glass Lewis solamente emitió una, el 98% de las recomendaciones a las empresas del IBEX 35 en esta materia fueron positivas¹⁵⁵. Es curioso que no hubiese ninguna recomendación negativa y aun así el voto en contra en

¹⁵³ CHOI, S., FISCH, J., & KAHAN, M. "The power of proxy advisors: Myth or reality". *Emory Law Journal*, Vol. 59, 2009, págs 869 y ss. Pág. 906

¹⁵⁴ PRETO, J.M, *cit*

¹⁵⁵ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit*. Pág. 49

propuestas relacionadas con el capital social aumentase con respecto al año pasado (incremento de 0,43 puntos porcentuales), aunque al haberse reducido en mayor medida las abstenciones, el cómputo global es positivo.

12.1.1. Recomendaciones de los principales asesores de voto

Los principales asesores de voto, como ISS o Glass Lewis suelen publicar sus políticas de voto sobre ciertas propuestas en su página web. A este respecto parece conveniente analizar los *proxy voting policies* de ambos PA.

En el caso de ISS, los *proxy voting policies* de ISS para Europa¹⁵⁶ recogen las directrices y criterios que usan para llevar a cabo sus recomendaciones en este aspecto, incluyendo particularidades para los mercados de Francia, Países Bajos, Italia y Alemania. En el documento de las políticas de ISS¹⁵⁷ se recoge una recomendación general para el caso de las ampliaciones de capital que, además, incluye cambios a partir de febrero de 2019:

Tabla 6: Recomendaciones de ISS en materia de ampliación de capital

Ampliación de capital	Recomendaciones de ISS	A partir de feb de 2019
Con derecho suscripción preferente	<i>Votar por la ampliación con derecho de suscripción preferente hasta el máximo del 100% sobre el capital ya emitido siempre que la autoridad que haya aprobado la ampliación haya dado a conocer los plazos de forma clara.</i>	<i>La recomendación a partir de febrero de 2019 convierte el porcentaje de 100% a 50% sobre el capital ya emitido.</i>
Sin derecho suscripción preferente	<i>Recomienda votar a favor hasta un máximo del 20% sobre el capital ya emitido.</i>	<i>A partir de febrero de 2019 este porcentaje se reducirá al 10%.</i>

Para el caso de ampliaciones de capital especiales se limita a proponer el estudio del caso concreto tenga o no derecho de suscripción preferente.

Para Glass Lewis, las políticas vienen personalizadas para España¹⁵⁸ a diferencia de las de ISS que son para Europa en su conjunto, y para temas de ampliación de capital recoge estas recomendaciones:

¹⁵⁶ ISS, “Proxy Voting Guidelines 2018 Europe” 2018, pág 16 y ss disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/EMEA-Regional-Voting-Guidelines.pdf>

¹⁵⁷ ISS, “Proxy Voting...” *Cit.* Pág. 16

¹⁵⁸ GLASS LEWIS, “Proxy Voting Guidelines Spain” 2018, Disponible en <http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/12/2018-Guidelines-SPAIN.pdf>

En el caso de que se desee excluir los derechos de suscripción preferente, el Consejo debe solicitar la aprobación de los accionistas por que la emisión de acciones nuevas diluirá la participación de los accionistas existentes.

Aconseja un uso limitado de la facultad delegada en el consejo para emitir acciones con la posibilidad de exclusión del derecho de suscripción preferente y que no se utilice esta facultad cuando: El importe de la emisión sea superior al 20% del capital, aunque el previsto en la LSC sea el del 50%.

*Votará en contra si se otorga al consejo la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente y el importe supera el umbral del 20% o si no se limitan claramente las emisiones de acciones o valores convertibles en las que se excluya el derecho de suscripción preferente al umbral del 20% del capital.*¹⁵⁹

Al igual que ISS, establece que analizará cada propuesta caso por caso.

12.2. Retribuciones

Del total de recomendaciones negativas que se han emitido en 2017 en España para empresas del IBEX 35, las relacionadas con remuneraciones representan el 41%, es decir, un total de 21 recomendaciones negativas. Dentro de este apartado se incluyen las propuestas sobre la política de remuneración de consejeros y la aprobación del informe anual de remuneración, la fijación de los niveles máximos, los planes para empleados y los incentivos y las entregas de acciones, entre otras. Se pone de manifiesto el impacto de una recomendación negativa en este aspecto por parte de ISS. El promedio de votos en contra respecto al capital flotante con una recomendación negativa de ISS en materia de retribución es de 30,40% y con una recomendación positiva de 3,26%¹⁶⁰.

12.2.1. Recomendaciones de los principales asesores de voto

Glass Lewis comienza haciendo referencia a la regulación española, que establece que según el Código de Buen Gobierno y la Ley de Sociedades de Capital (LSC) las compañías tienen que preparar y enviar el informe anual de remuneración para que sea aprobado por los accionistas y se debe votar por lo menos una vez cada tres años.

Las directrices de ISS se dividen fundamentalmente en dos grupos: las propuestas relativas a la compensación de directores ejecutivos y en segundo lugar, las propuestas de compensación de directores no ejecutivos, prestando especial atención en los incentivos y las *stock options* como modelo de remuneración. En este aspecto concreto es donde más choques se suelen encontrar.

¹⁵⁹ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 62

¹⁶⁰ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 41

Si analizamos las políticas de ISS¹⁶¹ en materia retributiva, se recomienda el análisis de caso por caso¹⁶² de manera concreta antes de definir el sentido del voto. Por lo que antes de la emisión de las recomendaciones, ISS exige:

[L]a entrega de información clara y suficiente sobre las retribuciones, que la estructura retributiva y la cuantía estén alineadas con la práctica generalizada del mercado, que se eviten los sistemas que no tengan en cuenta los fallos o errores de los consejeros, tener un comité de retribuciones independiente y eficaz, y por último evitar pagos inapropiados a los consejeros no ejecutivos¹⁶³.

Para el caso de la compensación de directivos, ISS en el documento citado impone una serie de directrices para elaborar la dirección del voto¹⁶⁴. Además de los cinco principios mencionados, establece que en línea con la Directiva 2004/913/CE, el que la política de retribuciones se apruebe en la JGA cada año es algo positivo en materia de gobierno corporativo. Además, ISS ha elaborado los *European Compensation Guidelines* que tienen en consideración los códigos de buen gobierno locales de cada país, así como las recomendaciones emitidas por la Comisión Europea.

12.3. Consejo de Administración

En 2017, las propuestas en relación con el Consejo de Administración de las sociedades del IBEX-35 fueron las que más recomendaciones negativas se llevaron por parte de ISS, con un total de 26 recomendaciones que son más de la mitad de las recomendaciones negativas que hizo ISS a sociedades del IBEX ese año. Dentro de las recomendaciones negativas relativas al consejo, todas menos una, fueron sobre el nombramiento, reelección y ratificación de consejeros.

12.3.1. Recomendaciones de los principales asesores de voto

Dentro del nombramiento, reelección y ratificación de consejeros, encontramos distintos tipos de consejeros. Por un lado, los consejeros internos ejecutivos, que supusieron un 15% de los sometidos en las propuestas. Por otro lado, los consejeros

¹⁶¹ ISS, “Proxy Voting Guidelines 2018 Europe” *Cit.* pág 20 y ss

¹⁶² LARCKER, D., MCCALL, A. & TAYAN, B. “The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations on Say-on-Pay Votes and Executive Compensation Decisions”, 2012, pág. 2, disponible en https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-survey-2012-proxy-voting_0.pdf

¹⁶³ ZARZALEJOS TOLEDANO, I. “Las remuneraciones de los consejeros en las sociedades cotizadas españolas” *Uría Menéndez*, 2014. Pág. 12 y 13, Disponible en <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4049/documento/artUM943.pdf?id=5510>

¹⁶⁴ ISS, “Proxy Voting Guidelines 2018...”, *cit.* pág 20

externos que supusieron el 85% y que a su vez se dividen en: dominicales, independientes y otros externos¹⁶⁵. Las recomendaciones negativas de los asesores de voto se concentraron fundamentalmente en los dominicales, por lo que vamos a analizar cuáles son los requisitos de los asesores de voto para determinar la independencia de los consejeros y del Consejo.

Hay que tener en cuenta en este punto, que los diferentes asesores de voto tienen umbrales distintos para considerar a un consejero y al consejo independiente¹⁶⁶:

Tabla 7: Criterios de independencia usados por ISS y Glass Lewis

Ámbitos	ISS	Glass Lewis
Límites para considerar a un consejero independiente	<i>No es independiente aquel que mantenga directa o indirectamente al menos el 10% de las acciones de la empresa (términos económicos o de derecho de voto).</i>	<i>En España, consejero que posea 3% o más del capital social será considerado dominical. En Europa el porcentaje es del 10% o más del capital.</i>
Límites para considerar al Consejo independiente	<i>50% En caso de no alcanzar el umbral, se votará en contra de todos los consejeros no independientes que se sometan a ratificación o reelección (excepto CEO). 33% en empresas donde existe un accionista de control que tenga más del 50% del capital.</i>	<i>En España, 50% para las empresas del IBEX-35 y el 33% para empresas del mercado continuo y empresas donde exista un accionista de control con más del 30% del capital.</i>

Por lo que parece que las recomendaciones pueden variar de un asesor de voto a otro. Hay que tener en cuenta que mientras ISS hace recomendaciones para Europa, Glass Lewis las hace individualizadas para España. Además, España constituye una excepción dado que aplican la regla legal que impide considerar la independencia del consejero si tiene o representa una participación del 3% o superior, lo que supone una clara desventaja del mercado español con respecto a otros países.

13. TENDENCIAS Y RETOS PARA LA TEMPORADA 2018 EN ESPAÑA

En el informe de Georgeson y Cuatrecasas se incluye una enumeración de retos y puntos clave para afrontar por parte de las sociedades cotizadas de cara al año 2018¹⁶⁷.

¹⁶⁵ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 27

¹⁶⁶ URÍA MENÉNDEZ, GEORGESON & DAVIS POLK, *Cit.* Pág. 23-25.

¹⁶⁷ CUATRECASAS & GEORGESON. *Cit.* Pág. 50

En primer lugar, “*la implementación de un plan de retribuciones que esté alineado con los intereses de la empresa y el de los accionistas a largo plazo*”. En segundo lugar, “*el refuerzo de la diversidad, en su sentido más amplio, dentro del consejo de administración*”. Y por último, “*el desarrollo y correcta comunicación del plan estratégico de la compañía con impacto en la creación de calor para los accionistas*”. Se trata de tres ejes a tener en cuenta para el próximo año y poder afrontar de mejor forma las recomendaciones de los asesores de voto, dado que la mayor parte de recomendaciones negativas se toman por consideración de esos tres ejes, fundamentalmente el de diversidad e independencia del Consejo.

14. INCIDENCIA EN ESTADOS UNIDOS

Aunque el propósito fundamental de este trabajo es el análisis de los asesores de voto en las sociedades cotizadas españolas, parece conveniente analizar, aunque sea de forma breve su posición en el mercado estadounidense, por ser el más grande y donde más recomendaciones emiten los asesores de voto.

14.1. Principales datos del *proxy season* 2017

ProxyMonitor a través de un estudio basado en las 250 empresas cotizadas más grandes de EEUU, ha elaborado un informe que recoge las principales conclusiones del *proxy season* 2017¹⁶⁸. Parece interesante ver que el tipo de propuestas que formulan las sociedades estadounidenses son parecidas y sobre los mismos temas que las españolas, salvando las distancias. En EEUU abundan más las propuestas sobre temas sociales, pero las relativas a retribución de consejeros y gobierno corporativo forman prácticamente la mitad de las propuestas.

Parece interesantes también las conclusiones derivadas de otro informe¹⁶⁹ tras una encuesta a más de 140 sociedades cotizadas estadounidenses. En este informe se llega a la conclusión de que el 93% de las sociedades cotizadas encuestadas contrataron los servicios de un asesor de voto incrementándose el porcentaje un 12% con respecto al año anterior. Como se anticipaba en los apartados anteriores, la influencia de los

¹⁶⁸ COPLAND, J. & O’KEEFE, M. “Proxy monitor 2017: Season review”, Proxy Monitor, 2017. Disponible en http://www.proxymonitor.org/Forms/pmr_15.aspx

¹⁶⁹ NASDAQ & CENTER FOR CAPITAL MARKETS, cit.

asesores de voto en Estados Unidos es mayor que en España por el tipo de accionariado y las exigencias que se les dan a los inversores institucionales.

Como ejemplos del año pasado se puede destacar que para las propuestas relativas a la elección de consejeros, ISS emitió recomendaciones negativas sobre el 10% de los consejeros que se sometían a elección, lo que supone unos 1.000 consejeros en más de 500 empresas estadounidenses. Para temas de compensaciones, ISS emitió 115 recomendaciones negativas a planes de compensación de consejeros en 2017¹⁷⁰.

Otro punto interesante a destacar es el activismo accionarial de los inversores en Estados Unidos¹⁷¹. Lo cierto es que hasta los inversores más pequeños pueden presentar propuestas a la JGA siempre que tengan por lo menos 2.000 dólares en la sociedad cotizada. La gran mayoría de las propuestas que se presentaron en Estados Unidos se concentran en un limitado grupo de accionistas. En primer lugar, los *Corporate gadflies*, que se tratan de unos individuales con sus familias que pese a tener relativamente pocas participaciones en la sociedad proponen gran cantidad de puntos para la JGA. Es especialmente impactante el caso de John Chevedden y su familia, quienes reúnen el 25% de todas las propuestas que se hicieron en 2017. En segundo lugar, los *social-policy investors*, que se trata de inversores institucionales que tienden a hacer propuestas orientadas a lo social sin que estén relacionadas con el valor de la empresa, estos llevaron a cabo el 46% de las propuestas de 2017. Por último, los *labor-affiliated pension funds*, quienes propusieron el 19% de las propuestas del 2017, destacan aquí el American Federation of Labor Congress of Industrial Organizations, por ejemplo.

14.2. Ejemplos de recomendaciones negativas en 2018

Hace poco ha habido dos casos en los que los asesores de voto han emitido recomendaciones negativas para planes de compensación.

El primero de los casos, para el fundador de Tesla, Elon Musk. Este directivo tenía pendiente aprobar una compensación record de 2,6 billones de dólares en *stock options* en el caso de cumplir una serie de objetivos. De manera lógica y no sorprendente, ISS dos semanas antes de la votación para aprobar la compensación por parte de los

¹⁷⁰ SULLIVAN & CROMWELL LLP, “2017 Proxy Season Review”, Disponible en https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_2017_Proxy_Season_Review.pdf

¹⁷¹ COPLAND, J. & O’KEEFE, M, *cit.*

accionistas has emitido una recomendación negativa¹⁷², recomendación que también hizo Glass Lewis, que además estimaba que el valor de la compensación era de 3,7 billones de dólares. Finalmente, aun con la recomendación negativa de los dos asesores de voto el plan de compensación fue aprobado por los accionistas con un voto a favor del 73%¹⁷³.

Por otro lado, la remuneración de Bob Iger, CEO de Walt Disney, por valor de \$100 millones además de su remuneración anual de \$48,5 millones también ha sido criticada por los PA. En concreto, ISS dijo que “*los sustanciales pagos a Bob Iger en relación con la extensión de su contrato y la próxima fusión con 21st Century Fox son preocupantes*”, Glass Lewis también se opuso a la compensación. A diferencia de la de Elon Musk, este plan de compensación fue finalmente votado en contra por los accionistas de Walt Disney¹⁷⁴.

15. CONCLUSIONES

Es indudable que cada vez están adquiriendo más importancia los *proxy advisors*, y que en parte se debe a la fuerza e impacto que puede llegar a tener un inversor institucional en una sociedad cotizada debido al aumento de las inversiones extranjeras y el aumento del capital flotante en las sociedades cotizadas españolas.

La industria de los asesores de voto está completamente duopolizada por ISS y Glass Lewis, que se quedan con prácticamente todo el mercado. Estas dos compañías no solo controlan el mercado de la asesoría de voto, sino que también están entrando y ofrecen servicios en otros negocios, como la consultoría o las plataformas de voto, entre otros. Este hecho hace que aumente más el poder de estos, concentrado en dos empresas estadounidenses y hace muy complicado la entrada de competidores dada la cobertura que pueden ofrecer a los inversores institucionales en decenas de países y las grandes barreras de entrada que crean para cualquier otro potencial entrante.

La regulación sobre la industria de los asesores de voto, que ha venido siendo autorregulación desde hace unos años parece que empieza a cambiar su rumbo a una regulación más firme a través de leyes, aunque por el momento muy débil como la

¹⁷² WATERS., R. “Elon Musk’s \$2.6bn stock options package at Tesla opposed by ISS”, *Financial Times*, 2018, disponible en <https://www.ft.com/content/434579a8-2311-11e8-ae48-60d3531b7d11>

¹⁷³ DYE, J. & WATERS., R. “Tesla shareholders approve Musk compensation plan”, *Financial Times*, 2018, disponible en <https://www.ft.com/content/09a9f5f2-2d2a-11e8-9b4b-bc4b9f08f381>

¹⁷⁴ BOND, S. “Bob Iger loses symbolic Disney shareholder vote on pay”, *Financial Times*, 2018. Disponible en <https://www.ft.com/content/5c6f99b0-231e-11e8-ae48-60d3531b7d11>

propuesta en EEUU y la Directiva 2017/828 que se transpondrá en España hasta 2019. Hace falta algo más para poder garantizar a las sociedades, inversores y accionistas en general, que el trabajo de los asesores de voto es transparente y que realmente se combaten los potenciales conflictos de interés que aparecen en el transcurso de su trabajo. Las dos regulaciones propuestas no parece que vayan a marcar la diferencia en los próximos años dado que las disposiciones que incluyen hacia los PA eran prácticas que ya se habían consolidado con los códigos de conducta anteriores.

Las recomendaciones de los asesores de voto, no siempre son acertadas, de hecho, a menudo reciben críticas de inversores institucionales, como Blackrock, despachos internacionales, como Wachtell Lipton, o simplemente directivos, como el caso de Jaime Dimon de JP Morgan. Todavía genera muchas dudas la dinámica de trabajo de los asesores de voto, si tienen en cuenta las particularidades de cada mercado a la hora de elaborar las recomendaciones o incluso si tienen en cuenta los intereses de sus clientes, los inversores institucionales. La regulación debería ser mucho más concreta en este aspecto dado que se limita a disponer que publiquen los potenciales conflictos y su método de trabajo empleado en la elaboración de la recomendación en las respectivas páginas web, pero de forma algo abstracta. Lo cierto es que la propuesta estadounidense aún no ha entrado en vigor, y la Directiva europea tampoco ha sido transpuesta en el ordenamiento jurídico español así que es pronto para juzgar si las consecuencias serán positivas o si por el contrario no marcarán la diferencia en la industria.

Por otro lado, en ocasiones las recomendaciones de voto de los asesores de voto no siempre tienen por qué marcar el rumbo en una sociedad. Es decir, muchas veces han emitido recomendaciones negativas y la propuesta ha seguido saliendo adelante y viceversa. Con esto quiero decir, que los asesores de voto son importantes, pero no son indispensables para la toma de decisiones de una sociedad, dado que una recomendación negativa no tiene por qué ser el fin de esa propuesta en concreto.

Las recomendaciones de voto de los asesores de voto no son sorprendentes en absoluto. En ocasiones, puede resultar sencillo por el tipo de propuesta, imaginar la recomendación que van a emitir los asesores de voto. Los PA cada año publican en sus páginas web las políticas de voto que van a usar durante ese período de juntas y estos documentos no difieren mucho en comparación con los de los años anteriores, salvo excepciones concretas. Además, en el caso de incluir cambios, como el caso de las ampliaciones de capital para febrero de 2019 se avisa con antelación a partir de cuándo

comenzarán a usar la nueva política de voto. Por lo que, teniendo en cuenta las directrices del año pasado se puede anticipar el sentido de una recomendación y de esta forma no quedar expuesto al voto desfavorable de los asesores de voto. Adicionalmente, las recomendaciones negativas de los asesores de voto se concentran casi siempre en tres grupos de propuestas, relativas a la remuneración, la composición del consejo y la estructura del capital. Es lógico, dado que son los tres tipos de propuestas que históricamente han sido más conflictivos y en los que hay que prestar más atención para que las propuestas pasen las votaciones de la Junta.

Por otro lado, es importante destacar la figura y el trabajo de los *proxy solicitors*, tratar de entender y controlar el accionariado de las sociedades cotizadas para poder minimizar el impacto negativo que pueden causar los asesores de voto en una sociedad.

Por último, los asesores de voto son necesarios puesto que en ocasiones el poder que agrupan algunos de los inversores institucionales es simplemente inabarcable. Tienen tantas inversiones que no son capaces de poder ejercer los derechos asociados a ellas de forma individual sin ayuda externa. Por lo que es algo positivo que existan, dado que, sin ellos, los inversores institucionales obligados a votar en junta, lo harían sin pararse a analizar cada propuesta y simplemente por el hecho de cumplir sus obligaciones fiduciarias ante sus clientes.

Lo cierto es que el trabajo que realizan los PA, que parece imposible de realizar para los inversores institucionales, también es muy complicado para los asesores de voto. El hecho de tener que analizar más de 39.000 juntas de accionistas en cientos de países, es llevado a cabo por una empresa que apenas llega a los 1200 empleados (en el caso del asesor de voto más grande del mundo, ISS), por lo que resulta extraño y a la vez inviable que puedan realizar el trabajo de forma correcta, cuidada y elaborando cada una de las recomendaciones con todos los datos pertinentes. Sería conveniente dividir el trabajo de los asesores de voto y que hubiese una cierta especialización, es decir, que no hiciesen todo el trabajo ISS y Glass Lewis, sino que en función de la sociedad y del país, entrasen en juego otros asesores de voto que pudiesen dedicar más tiempo y tuviesen un conocimiento mayor para llevar a cabo la recomendación, pero claro, es algo que tiene que empezar por los clientes, que son ellos los que eligen qué recomendación seguir y a quién pedirle ayuda en la externalización del voto.

Los PA no tienen tanta incidencia en España en comparación con otros países, por el tipo de estructura accionarial y mercado, que no son tan atractivos como pueden ser el

de EEUU o R. Unido. Sin embargo, su importancia e impacto está creciendo en los últimos años, habiendo casos en los que los PA han paralizado decisiones en sociedades españolas y apareciendo ya los primeros asesores de voto españoles, que son los primeros indicios de que su impacto seguirá creciendo en los próximos años.

16. BIBLIOGRAFÍA

16.1. Legislación

- Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo entro en vigor el 30 de abril de 2004 y en España fue incorporada el 1 de noviembre de 2007. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:02004L0039-20110104>
- Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión. Disponible en <https://www.boe.es/doue/2010/176/L00042-00061.pdf>
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y 2011/61/UE. Disponible en <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>
- Directiva 2017/828/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>
- Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA), United States of America, 1974. Disponible en <http://bit.ly/2CifL0X>
- Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y el Reglamento de la Ley de Planes de y Fondos de Pensiones
- Propuesta de Ley estadounidense, Corporate Governance Reform and Transparency Act de 2016”. Disponible en <https://www.govtrack.us/congress/bills/114/hr5311>
- Propuesta de Ley Corporate Governance Reform and Transparency Act de 2017. H.R4015. Disponible en <https://www.govtrack.us/congress/bills/115/hr4015/text>

- SEC, “Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers”, Securities and Exchange Commission United States, 10 marzo de 2003. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.html>
- United States Federal Law, Investment Advisers Act of 1940. Disponible en <http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Advisers%20Act%20Of%201940.pdf>
- United States Government Accountability Office (GAO), “Corporate shareholder meetings, Issues relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting”, *Report to Congressional Requesters*, 29 junio de 2007. Disponible en <https://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf>
- US Bank Holding Company Act 1956 (12 U.S. Code § 1841), mayo de 1956, disponible en <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-70/pdf/STATUTE-70-Pg133.pdf>

16.2. Documentos, recomendaciones y Códigos de Conducta de Autoridades estadounidenses y europeas

- Best Practice Principles for Providers of Shareholders Voting Research and Analysis, *BPPG Dr. Zetzsche*, marzo de 2014. Disponible en <http://bit.ly/2ENHf0a>
- BME “Los inversores extranjeros marcan récord y las familias siguen aumentando su peso como propietarios de las empresas de la bolsa españolas”, *Bolsas y Mercados Españoles*, Nota de prensa 23 de junio de 2015. Disponible en <http://bit.ly/2oviPgG>
- Carta de Allan Liebowitz, (Secretario del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos) a Heimuth Fandl, (Director general de Pensiones de la compañía Avon Products, Inc.) 1988, Avon Letter. Disponible en <http://www.lens-library.com/info/dolavon.html>
- CNMV, “Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles”, 2012. Disponible en www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf
- ESMA, European Security and Markets Authority (en español, Autoridad Europea de Valores y Mercados):
 - o “An Overview of the proxy advisor Industry. Considerations on possible policy options.”, *ESMA Discussion paper*, 22 marzo de 2012.

- (ESMA/2012/212). Disponible en: http://www.ecgi.org/tcgd/2013/documents/ESMA_discussion_paper.pdf
- “Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry”, *ESMA Final Report*, 19 de febrero 2013. (ESMA/2013/84) Disponible en: http://www.ecgi.org/tcgd/2013/documents/ESMA_2013_84.pdf
 - “Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and analysis”, *ESMA Report*, 2015. Disponible en ([ESMA/2015/1887](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1871.pdf)).
 - “Proxy advisors take steps towards increased transparency”, en diciembre 2015. Press Release, Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1871.pdf>
- SEC, “Proposes Rules on “say on pay” and Proxy Vote Reporting”, *U.S Securities and Exchange Commission*, 2010. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Disponible en <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-198.htm>
 - Securities Transfer Association, “Report on Industry Efforts to Improve the U.S Proxy Voting System, *Securities Transfer Association* (STAI), septiembre 2014. Pág. 4. Disponible en <http://www.stai.org/pdfs/sta-report-on-us-proxy-voting-system-9-23-2014.pdf>

16.3. Obras Doctrinales, libros y referencias de internet

- BELINFANTI, T., “The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law and Business & Finance*, NYLS Legal Studies Research Vol. 14, febrero de 2010. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1558097
- BLACKROCK, “Proxy Voting and Shareholder Engagement FAQ, nd, disponible en <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-faq-global.pdf>
- BLASCO, J.L, “Cumplir o explicar”, *El País*, 14 de Agosto de 2016. Disponible en https://elpais.com/economia/2016/08/11/actualidad/1470909375_206614.html
- BOND, S. “Bob Iger loses symbolic Disney shareholder vote on pay”, *Financial Times*, 9 de marzo de 2018. Disponible en <https://www.ft.com/content/5c6f99b0-231e-11e8-ae48-60d3531b7d11>

- CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, “A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The case for Greater Accountability and Oversight”, *Center on Executive Compensation*, enero de 2011. Disponible en <http://online.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf>
- CHOI, S., FISCH, J., & KAHAN, M. (2009). The power of proxy advisors: Myth or reality. *Emory Law Journal*, Vol. 59, págs 869 y siguientes.
- COFFEE, J. C.:
 - o *Gatekeepers: The professions and corporate governance*. Oxford University Press, New York, 2006.
 - o “Can Lawyers Wear Blinders-Gatekeepers and Third-Party Opinions”, *Texas Law Review*, Vol 84, 2005, págs. 59-74.
- COPLAND, J. & O’KEEFE, M. “Proxy monitor 2017: Season review”, Proxy Monitor, 2017. Disponible en http://www.proxymonitor.org/Forms/pmr_15.aspx
- CUATRECASAS & GEORGESON, “El gobierno corporativo y los inversores institucionales, Preparando la temporada de Juntas 2018”, *Informe de Cuatrecasas y Georgeson*, 2017. Disponible en https://www.cuatrecasas.com//media_repository/gabinete/noticias/docs/1510588770es.pdf
- DE LAS CASAS, J. “Los 'proxy advisors', pieza clave del nuevo modelo de gestión corporativa”, *Expansión*, 11 de octubre de 2017. Disponible en <https://goo.gl/N2wxGB>
- DYE, j. & WATERS., R. “Tesla shareholders approve Musk compensation plan”, *Financial Times*, 21 marzo de 2018, disponible en <https://www.ft.com/content/09a9f5f2-2d2a-11e8-9b4b-bc4b9f08f381>
- ESCRIBANO, G., SALCES, L. “Este es el poder de Blackrock en empresas del IBEX-35: 18.000 millones de euros” *Cinco días*, 2 de febrero de 2017. Disponible en <https://bit.ly/2G3Wa74>
- EXPANSIÓN, “El primer proxy advisor español quiere fomentar el activismo”, *Diario Expansión*, mayo de 2017. Disponible en <http://bit.ly/2FtQFuD>
- EY Fundación España & IE Business School, “Relación entre las empresas emisoras y los inversores institucionales, El papel de intermediarios: Los proxy advisors y los proxy solicitors”, *Global Corporation Center*, Working paper No. 1, 14 de febrero de 2017. Disponible en <http://bit.ly/2Fqw629>

- FABRE MENDOZA, F., “El movimiento global del ahorro y de la propiedad”, *Logística y negocios Internacionales, Facultad de Negocios, Universidad Anáhuac México Sur*, diciembre 2007. Disponible en http://web.uas.mx/negocios/gestione/Desp_Arts.asp?titulo=197
- FERNÁNDEZ, D. “El poder de los asesores de los fondos de inversión enciende las alarmas”, *El País*, noviembre 2016. Disponible en https://elpais.com/economia/2016/11/25/actualidad/1480089344_837363.html
- GALLEGO CÓRCOLES, A.:
 - o “*Asesores de Voto («Proxy Advisors») y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*. Thomson Reuters, Aranzadi, 1ª ed., Pamplona, septiembre 2014.
 - o “Evaluación del impacto del código de buenas practicas sobre «Proxy Advisors» por la AEVM”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Vol. 46 (enero-abril 2016), Noticias comentadas No. 1.
- GARRIGUES, “Modificación de la Directiva sobre los derechos de los accionistas”, Garrigues, Comentario Gobierno Corporativo No.1 2017, del 22 de mayo de 2017. Disponible en <https://bit.ly/2uidlw3>
- GILLAN, S. L., & STARKS, L. T.: “The evolution of shareholder activism in the United States” en BRATTON W., W & MCCAHERY A., J. (Eds), *Institutional Investor Activism, Hedge funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, New York, 2015, págs. 39-72.
- GUTIÉRREZ. V., P & ABELLA. R, R. “Los gatekeepers y su papel en el Gobierno Corporativo Iberoamericano. Auditores, Proxy Advisors, Bancos de Inversión, Agencias de Rating”, en Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), *El Gobierno corporativo en Iberoamérica*, 2015. Págs 421-471. Disponible en <http://bit.ly/2xFTtE2>
- HAYES, J. “Statement on the Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016” *Business Roundtable*, 17 de mayo de 2016. Disponible en <https://bit.ly/2oV32cl>
- HEINEMAN, B.W. and DAVIS, S., “Are Institutional investors part of the problem or part of the solution? Key descriptive and prescriptive questions about Shareholder’ role in U.S Public Equity Markets”, *Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance*, 2011. Disponible en <https://bit.ly/2G9YK7o>

- ISS, “Statement of Institutional Shareholder Services to the Securities and Exchange Commission Investor Advisory Committee”, File No. 265-28, del 8 de diciembre de 2016. Disponible en <https://www.sec.gov/comments/265-28/26528-271.pdf>
- ISS, “2017-2018 Global Policy Survey, Summary of Results”, *Institutional Shareholder Services*, septiembre de 2017. Disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-2018-iss-policy-survey-results-report.pdf>
- ISS, “Proxy Voting Guidelines 2018 EMEA Regional” 2018, disponible en <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/EMEA-Regional-Voting-Guidelines.pdf>
- KRAAKMAN, R. Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Volumen 2, Tema 1, 1 March 1986, Págs. 53–104.
- LARCKER, D. et al, “And then a miracle happens!: how do proxy advisory firms develop their voting recommendations?”, febrero 2013, disponible en <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-31-proxy-firms-voting-recommendations.pdf>
- LARCKER, D. et al, “Outsourcing Shareholding voting to proxy advisory”, *The journal of Law and Economics*, volumen 58, no.1, febrero 2015, págs. 173-204. Disponible en <https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/682910>
- LATHAM & WATKINS LLP, “Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?” *Corporate Governance Commentary*, marzo de 2011. Disponible en https://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub4042_1.pdf
- LEVIN, M. R. “The activist investor Proxy Solicitors”, *The Activist Investor*, 2016. Disponible en <http://bit.ly/2G3RcDM>
- LIPTON, M. “Disintermediating the proxy advisory firms”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, enero 2012. Disponible en <https://bit.ly/2IQm4J9>
- LOUGHREY, J. *Corporate Lawyers and Corporate Governance*, Cambridge University Press, New York, 2011. Disponible en <http://bit.ly/2EPCKSL>
- MALENKO, N & SHEN., Y. “The role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design”, *The Review of Financial Studies*, Volume 29,

Issue 12, December 2016, Págs. 3394–3427. Disponible en [https://www2.bc.edu/nadya-malenko/Malenko,Shen%20\(2016\).pdf](https://www2.bc.edu/nadya-malenko/Malenko,Shen%20(2016).pdf)

- MIRANDA JOHANSSON, B., “Proxy advisors y proxy solicitors. Su aportación al desarrollo del gobierno corporativo”, en *Perspectivas del Gobierno Corporativo para la Economía Española*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 121 y siguientes.
- MORENO SERRANO., E. “Aprobación de la Directiva 2017/828 sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”, *Revista de Derecho de Sociedades vol 50 (mayo-agosto 2017)*.
- NASDAQ, “Proxy Advisory Reform: Legislation update”, *Nasdaq News*, 19 de octubre de 2017. Disponible en <https://www.nasdaq.com/article/proxy-advisory-reform-legislation-update-cm862099>
- PARTNOY, F. (2006). How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. Pág. 59 y siguientes. Disponible en <http://bit.ly/2EZdxo9>
- PEÑASCO, R. H.: “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas” *Revista de Derecho de Sociedades*, 2016, volumen 48. Págs. 213-241. Disponible en <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf>
- PERDICES HUETOS, A. “Los asesores de voto. Evidencias y mitos desde la polémica de los proxy advisors” en *Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, Madrid 2011.
- PLANA PALAUZIE, A., “Directiva 2017/828 de 17 de mayo, de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”, *Entre leyes y Jurisprudencia*, 5 de octubre de 2017. Disponible en <http://bit.ly/2FyYL5q>
- PRETO, J.M., “Proxy voting in Spain: the investors’ autumn”, *Ethical Boardroom*, 2016. Disponible en <https://ethicalboardroom.com/proxy-voting-in-spain-the-investors-autumn/>
- PUENTE GONZALEZ, “La influencia del activismo accionarial en el gobierno corporativo de las sociedades de capital. Régimen jurídico comparado: España, Estados Unidos y Reino Unido”, *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales* n.5 (mayo-agosto 2017).

- PWC, Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?, 2013. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>
- RETELNY., G. “The House Financial Services Committee delivered a blow to Main Street” *Business Insider*, 6 de octubre 2016. Disponible en <http://read.bi/2CGeNr9>
- REYES RAMÍREZ, S. “Proxy Advisory Firms (an opportunity for an international convention)”, *Boletín Mexicano de Derecho Comparado* n. 148, 2017, p. 337-359.
- ROLNIK, G. “The Powerful Private Regulator and the Effects of Conflicts of Interest “, *The blog of the Stigler Center at the University of Chicago Booth School of Business*, mayo 2017. Disponible en <https://promarket.org/powerful-private-regulator-effects-conflicts-interest/>
- SHERYL., C, ROSE., A & LAURIAN., E. “Top 15 things you should know about proxy advisory agencies”, *Boudicca Thought Pieces*, 5 enero de 2017. Disponible en <https://boudiccaproxy.com/2017/01/05/top-15-things-you-should-know-about-proxy-advisers/>
- STIMMELL, L. & SCHNELL, D., “Proxy Advisors and Shareholder Activism”, *Wilson Sonsini Goodrich & Rosati (WSGR)*, junio de 2017. Disponible en <https://www.wsgr.com/PDFs/proxy-advisors.pdf>
- THOMPSON-MANN, M. Voting Integrity: Practice for Investors and the Global Proxy Advisory Industry 9, *Yale Sch. of Mgmt. Millstein Ctr. for Corporate Governance & Performance*, Policy Briefing No. 3, 2009
- URÍA MENÉNDEZ, GEORGESON & DAVIS POLK, “Estudio relativo a los consejeros microdominicales: aportando una vision jurídica y de mercado”, enero 2018. Disponible en http://www.uria.com/documentos/publicaciones/5486/documento/Estudio_consejeros_microdominicales.pdf
- VESTAR, “Vestar announces sale of institutional Shareholder Services for \$720 million”, *Vestar News*, septiembre de 2017. Disponible en <http://bit.ly/2BNKOk2>
- WACHTELL LIPTON, “Comments on the SEC’s Proxy Plumbing Concept Release”, octubre 2010. Disponible en <http://bit.ly/2DdHtYE>
- WATERS., R. “Elon Musk’s \$2.6bn stock options package at Tesla opposed by ISS”, *Financial Times*, 8 marzo de 2018, disponible en <https://www.ft.com/content/434579a8-2311-11e8-ae48-60d3531b7d11>

- WILSON, S., & HEWITT, P., “An Overview of the Proxy Advisory Industry, Considerations on Possible Policy Options: Manifest Responds”, 25 junio de 2012. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=2091016>
- WOOLER, J. “Boards should minimize the role of proxy advisors”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, octubre 2013. Disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/10/31/boards-should-minimize-the-role-of-proxy-advisors/>
- 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.
 - “Las remuneraciones de los consejeros en las sociedades cotizadas españolas” *Uría Menéndez*, 2014. Disponible en <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4049/documento/artUM943.pdf?id=5510>

17. ANEXO 1¹⁷⁵. PRINCIPALES NORMAS, RECOMENDACIONES Y REGULACIÓN

País	Institución	Fecha	Documento
EEUU	US Federal Law	1940	Investment Advisers Act
	US Federal Law	1956	Bank Holding Company Act
	US Labor Dep.	1974	Employee Retirement Income Security Act (ERISA)
	SEC	2003	Proxy Voting by Investment Advisers
	SEC	2010	Concept Release on the US Proxy System
	SEC	2010	Dodd-Frank Act
	US Commerce Chamber	2013	Best Practices and core principles for the development, dispensation and receipt of Proxy Advice
	BPPG	2014	Best practice principles for providers of shareholder voting research and analysis
	US Congress	2016	Corporate Governance Reform and Transparency Act 2016
	US Congress	2017	Corporate Governance Reform and Transparency Act 2017
RU	FRC	2012	The UK Stewardship Code
		2018	The UK Stewardship Code (revisión 2018)
UE	Parlamento y Consejo UE	2007	Directiva 2007/36/CE
	OCDE	2010	Corporate Governance and the Financial Crisis- conclusions and good practices to enhance implementation of the principles
	Comisión Europea	2010	Directiva 2010/43/UE
		2011	Libro Verde UE: Normativa de gobierno corporativo de la UE
	ESMA	2011	The EU Corporate Governance Framework
		2012	Overview of the PA Industry. Considerations on possible policy options
		2012	ESMA seeks views on Proxy advisors
		2013	Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry
		2013	ESMA Recommends EU code of conduct for proxy advisor industry
		2015	Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and analysis
2015	Press Release: "Proxy advisors take steps towards increased transparency"		
Parlamento y Comisión UE	2017	Directiva (UE) 2017/828	
España	Congreso	2003	Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva
	CNMV	2008	Código Buen Gobierno Sociedades Cotizadas
	CNMV	2012	Documento grupo de expertos CNMV, actividad de los Proxy advisors

¹⁷⁵ Elaboración propia, tomando de base PWC, Cit. Pág. 23

