



ICADE

PROXY ADVISORS: ¿ES REALMENTE SU FIGURA UN ROL FUNDAMENTAL EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO?

Autor: Carlos Toledo Muñoz-Cobo
Director: D.^a M^a Rosa Aquerreta Ferraz.

ÍNDICE.

I. Resumen. *Abstract.*

II. Palabras claves. *Key words.*

III. Contenidos.

1. INTRODUCCIÓN.

2. NOCIONES PREVIAS ACERCA DE LA MATERIA.

2.1. ¿Qué es el gobierno corporativo?

2.2. Los inversores institucionales.

2.3. Los bancos custodios.

3. Origen de los asesores de voto y contexto de proliferación de la figura: ¿Qué sucede en los mercados financieros y en las empresas para que surja esta figura de advisory?

3.1. Los deberes existentes en torno al ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales.

3.1.1. *Transparencia respecto a la política de voto y la forma de ejercicio del mismo.*

3.1.2. *La obligación de ejercer el derecho de voto en beneficio de los socios.*

3.1.3. *Proxys como ayuda para superar la presión de los deberes de voto.*

3.2. Otros factores.

4. Regulación legal.

4.1. EE.UU.

4.2. Regulación en el contexto español.

5. El mercado de *proxy advisory*.

6. La actividad de los asesores de voto.

6.1. Actividad principal.

6.1.1. *Servicios de recomendación de voto.*

6.1.2. *Proxy voting services.*

6.1.3. *Proceso de formación del voto.*

6.2. Actividades secundarias.

7. Importancia de los proxys.

7.1. Alcance de las recomendaciones.

7.2. Influencia en el gobierno corporativo.

8. Problemática en torno a los asesores de voto.

8.1. Conflictos de interés en el asesoramiento.

8.2. Concentración del mercado de proxy advising.

8.3. Calidad técnica de las recomendaciones de voto. Las recomendaciones estandarizadas.

8.4. Transparencia en su actividad.

8.5. Reguladores *de facto*.

8.6. Ausencia de responsabilidad.

9. Conclusiones.

9.1. Propuesta normativa.

9.2. Tendencia futura en *proxy advisors*.

IV. Bibliografía.

I. RESUMEN.

Este trabajo trata sobre los asesores de voto y la labor que desempeñan en el seno de las buenas prácticas del gobierno corporativo. Para ello se ha realizado una profunda investigación de diversos autores y textos legales para formar un fuerte marco teórico del mercado de asesoramiento de voto. Se ha abordado la influencia de la actuación de los asesores de voto en los mercados en los que operan y en los inversores institucionales, así como los temas conflictivos en torno a la prestación de sus servicios. Por último, se hace una conclusión en la que realizamos una propuesta normativa, al mismo tiempo que tratamos de adelantar lo que el futuro depara al mercado de los asesores de voto.

ABSTRACT.

This study is about proxy advisors and the labor they play in the inside of good corporative government practices. We have made a thorough investigation of many authors and legal texts so we can get a great knowledge of the proxy advising market. It is also about the influence of proxy advisors in the markets they work and in the institutional investors, and so the controversial fields that exist in proxy advising. Finally, there is a conclusion where we make a legislation suggestion, at the same time that we try to predict what proxy advising market will be in the future.

II. PALABRAS CLAVE.

Proxy advisor, asesor de voto, inversor institucional, gobierno corporativo, recomendación de voto.

KEY WORDS.

Proxy advisor, institutional investor, corporative government, proxy voting.

I. CONTENIDOS.

1. INTRODUCCIÓN.

El propósito de este Trabajo de Fin de Grado “*Proxy advisors: ¿es realmente su figura un rol fundamental en materia de gobierno corporativo?*”, es hacer un estudio sobre la figura de los *proxy advisors*, o asesores de voto, desarrollando la actividad que realizan y la forma que tienen de operar. También nos centraremos en los objetivos que persiguen con su prestación de servicios y el papel fundamental que tienen en materia de gobierno corporativo dentro del marco de las empresas, al emitir recomendaciones a aquellos inversores institucionales que contratan sus servicios sobre, principalmente, el ejercicio del derecho de voto. En definitiva, vamos a estudiar la influencia de estas figuras en el seno del gobierno de las empresas a la hora de tomar decisiones y su desarrollo futuro.

Para la realización del trabajo se llevará a cabo una revisión de literatura, consultando a la obra de distintos autores sobre la materia. Cabe destacar que se utilizarán tanto fuentes de literatura anglosajonas, siendo estas más abundantes y sobre todo con el propósito de alcanzar una noción genérica; como españolas, para así poder profundizar en nuestro tema. También se acudirá a los textos legales que contengan preceptos relacionados con la materia.

El motivo de la elección de este tema en concreto viene motivado por el actual protagonismo que ostenta el gobierno corporativo y debido a la existente necesidad de equilibrar los distintos intereses afectados por las decisiones y políticas adoptadas por una empresa. En esta línea, deben todos los órganos implicados en el gobierno de las compañías dirigir la toma de decisiones a la satisfacción de la estrategia de la compañía y al cumplimiento normativo. Es aquí donde aparece la relevancia de los *proxy advisors*.

El estudio se hará desde un punto de vista que refleje la responsabilidad de los asesores de voto como inspiradores de gran parte de las decisiones que toman los inversores institucionales (no obviando la decisión última que deben tomar estos), recayendo sobre los primeros, tal y como subrayan el Grupo de Expertos (2012), el peso de la responsabilidad material de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo;

compaginados inevitablemente con los intereses que subyacen en el fin último de la inversión.

El fin último que me ha llevado a indagar sobre este tema es la incertidumbre sobre la evolución que puede experimentar y cuál puede llegar a ser la labor que desempeñen los *proxys* en el futuro. La contraposición del control de las empresas que ostentan los asesores de voto y el verdadero interés último, el del propietario, hace que la importancia de los *proxys* sea absoluta en el Gobierno Corporativo (Gallego, 2014). Esto nos lleva a cuestionarnos la conveniencia última de la presencia de los asesores de voto en los procesos de toma de decisiones y el ejercicio de las competencias de los inversores institucionales que le son propias. Lo anterior, unido a la escasa regulación que existe al respecto, hace que el futuro de los asesores de voto esté totalmente abierto.

Comenzaremos, a modo de toma de contacto con el tema, hablando sobre el gobierno corporativo en general, así como de los inversores institucionales, en tanto que son conceptos necesarios para poder aventurarnos al estudio de los *proxy advisors*. Del mismo modo, y también con carácter de aproximación, hablaremos del contexto en el que aparecen los asesores de voto, así como la regulación existente en torno a ellos.

A continuación, seguiremos exponiendo ya de forma exhaustiva, la actividad de los asesores de voto, quiénes son los principales, en qué consiste su tarea y a quién le prestan servicios. En esta parte del trabajo hablaremos también de toda la problemática que existe sobre a la cuestión de que trata, ya que son una figura medianamente novedosa y generan un gran debate.

Por último, realizaremos una propuesta sobre las expectativas de futuro que existen a cerca de los *proxy advisors*, y de la regulación que a nuestro juicio debería existir. Es en esta parte donde sintetizaremos todos los temas tratados para poder emitir un juicio crítico en torno a ellos.

2. NOCIONES PREVIAS ACERCA DE LA MATERIA.

Antes de adentrarnos en la cuestión sobre la que trata este trabajo, vamos a analizar dos conceptos estrechamente relacionados y cuya comprensión es estrictamente necesaria

para poder hablar sobre los *proxys* advisors. Se trata del gobierno corporativo, que es el marco en el que se desarrolla la actividad de aquéllos; y los inversores institucionales, que son sus principales clientes cuyas características explican la existencia de los asesores de voto. Vamos a hablar también de las figuras de los bancos custodios, que tienen un papel relevante respecto a las relaciones entre inversores institucionales y asesores de voto y en lo que al proceso de formación de voto se refiere.

2.1. ¿Qué es el gobierno corporativo?

Tal y como exponíamos *supra*, la actividad y la importancia de los asesores de voto se desarrolla en el seno del gobierno corporativo. Por ello, antes de adentrarnos en el verdadero núcleo del asunto, vamos a realizar una aproximación al concepto para entender el alcance de este vínculo entre *proxys* y gobierno corporativo.

El gobierno corporativo es definido por la Comisión Europea, que hablaba de él diciendo lo siguiente:

El gobierno corporativo hace referencia a las relaciones entre la dirección de una empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas, como los empleados y sus representantes. Determina asimismo la estructura con arreglo a la cual se definen los objetivos de la empresa, así como los medios para alcanzarlos y para supervisar los resultados obtenidos. (Libro Verde de la Comisión Europea, 2010, p.4).

Es esta una definición genérica del gobierno corporativo, que nos permite adivinar que el gobierno corporativo, en contra de su nombre y de lo que pueda parecer en un primer momento, no gira tanto en torno al gobierno mismo de la empresa en tanto que dirigir y ordenar (de Andrés, 2010), sino que se trata de una serie de principios que atañen a los distintos órganos de la empresa, las responsabilidades y facultades de cada uno de ellos, así como la forma en la que se relacionan (Lizcano, 2006).

No obstante, existen diferentes percepciones de lo que se entiende por gobierno corporativo, y de la concepción en una u otra empresa o sistema normativo se derivan muchas consecuencias sobre el alcance de aquél. Puentes (2009) sintetiza las distintas tesis en dos:

- Por un lado, tenemos el enfoque *shareholders*. Este enfoque ha sido el tradicional que se le ha dado al gobierno corporativo, tiene como objetivo garantizar la

máxima generación de valor para los accionistas, de forma que los directivos, los distintos órganos de la empresa y esta última son meros instrumentos para la consecución de este fin. Se basa en la teoría de los problemas agencia, por lo que el principal (es decir, los accionistas) debe tratar de evitar cualquier actuación por parte del agente (los directivos) conducida a satisfacer algún interés más allá del vinculado a la empresa. Por ello, esta concepción del gobierno corporativo tiene un carácter disciplinario, de control (de Andrés, 2010).

- Para la teoría *stakeholders*, sin embargo, la empresa es un ente con el que se relacionan una serie de actores (empleados, accionistas, directivos etc.), todos con intereses sobre la compañía afectados por sus decisiones. Estos son los stakeholders de la compañía. En este contexto, el gobierno corporativo trata sobre las relaciones y la cooperación entre ellos, de tal forma que se puedan alinear los intereses de todos para la máxima creación de valor por parte de la compañía, en lo que influyen todos los sujetos que tienen poder directo o indirecto sobre la marcha de la compañía, también conocidos como actores de gobierno (que no es igual a directivos) (Lizcano, 2006).

La concepción de lo que debe ser el gobierno corporativo, más allá incluso de la distinción de las dos teorías anteriores, depende de la cultura del país donde opera la empresa, interviniendo una serie de factores políticos, la legislación (siendo el sistema legal del país posiblemente el más incidente) o el funcionamiento de los mercados; así como una serie de factores internos tal y como la estructura de mando o la distribución del capital (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009).

Históricamente, quizás fundado por estas diferencias, así como por la ausencia de Responsabilidad Social Corporativa, no había habido ningún intento de regulación acerca de la materia (Cuervo, 2002). Es a partir de la década de los noventa cuando empieza a promoverse la creación de códigos que regulen las buenas prácticas del gobierno corporativo. Los Códigos de Gobierno Corporativo son, por tanto, una serie de principios y pautas, de no obligatoria observancia, cuyo seguimiento implica el sostenimiento de un gobierno adecuado de la organización (Ferruz, 2010).

Cada país, de acuerdo con la cultura de gobierno corporativo en concreto, fue creando sus propios Códigos. En España la primera manifestación de esto fue el Comisión Olivencia en 1998, cuya base fue “La gestión de las sociedades cotizadas tiene como finalidad y última razón de ser la creación de valor para el accionista mediante la maximización del valor de la empresa” (Comisión Olivencia, 1998). Este Código, que más adelante fue la base de todos los siguientes textos, fue sustituido por la Código Aldama y este a su vez por otros. Finalmente, se aprobó por Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el 22 de mayo de 2006, el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, que como es lógico tiene una gran influencia en el gobierno corporativo de las sociedades actualmente. El mismo proceso se produjo, cada uno con sus ritmos, en la mayoría de países desarrollados (Ferruz, 2010).

Así, el gobierno corporativo de cada país se encuentra regulado por dichos códigos, estando casi todos ellos fundamentados en el principio “cumplir o explicar”, consistente hoy en día en explicar en el informe anual de gobierno corporativo si ha actuado la sociedad conforme al Código de Buen Gobierno y, en caso contrario, explicar por qué y fundamentarlo. De tal forma que, no siendo vinculante, expone a aquellos que no cumplen las pautas marcadas ante el público, tal y como señala la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2016) en su Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar”. En España este principio está recogido en el artículo 540.4.g) de la Ley de Sociedades de Capital, que indica que se debe incluir en el anteriormente mencionado informe “el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones.

Es en el seno de todo lo expuesto en este epígrafe sobre el gobierno corporativo, de sus principios y de su importancia, es donde aparecen como protagonistas los *proxy advisors*, que tienen mucho que decir en torno al cumplimiento de ciertos de los aspectos que influyen en el gobierno corporativo, por la actividad que realizan de asesoramiento a los inversores institucionales (cuya concepto exponemos *infra*) y su figura como actor de gobierno corporativo.

2.2. Los inversores institucionales.

Los *proxy advisors* prestan sus servicios de asesoramiento de voto, así como otros servicios de carácter secundario pero también relevantes, especialmente a los inversores institucionales de sociedades cotizadas. Estos inversores van a aparecer a lo largo de nuestro estudio, puesto que son el fundamento de la existencia de los *proxys*, son sus principales clientes (Choi, Fisch, & Kahan, 2009). Por ello, y debido a la importancia que ostentan en relación a los asesores de voto, vamos a esclarecer qué son los inversores institucionales.

Los inversores institucionales son entidades que invierten grandes cantidades de dinero (procedente de inversores minoristas) en todo tipo de activos financieros y no financieros, por lo que suelen ser accionistas de partes considerables de empresas cotizadas. Son principalmente fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros, todos ellos con grandes volúmenes de inversión. Son considerados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores como “inversores profesionales”, considerando que requieren unas características de trato especiales por ostentar tal condición:

Según define la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros, es aquel 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 (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales en general), grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos. En principio, y salvo solicitud en contra, se presupone que un inversor profesional precisa un nivel de protección inferior al que la normativa establece para inversores particulares (<https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=Inversor%20profesional&idlang=1>, recuperado el 28 de marzo de 2019).

Los inversores institucionales han proliferado, especialmente en los años 90 y en adelante, concentrando cantidades ingentes de inversión, desempeñando un papel clave en la economía a nivel mundial con grandes volúmenes de activo y presencia muy notable en las sociedades cotizadas. Observamos, tras lo explicado, que la proliferación del gobierno corporativo (en forma de códigos de buen gobierno por todo el mundo) coincide con la de los inversores institucionales. Pues bien, como podíamos intuir, no es casualidad, sino

todo lo contrario: la falta de regulación internacional respecto a la inversión y la diferenciación de los intereses de los accionistas minoritarios de aquellos que tienen los inversores institucionales (mayor rendimiento inmediato posible, liquidez máxima de sus activos y diversificación de sus distintas inversiones), se consideró necesario una fuente de control externo, por lo que apareció el gobierno corporativo (Cuervo, 2002).

2.3. Los bancos custodios.

Los bancos custodios, o custodios de valores en general, son entidades financieras que suponen una pieza fundamental en los mercados regulados, cuya actividad consiste en guardar los títulos de las acciones compradas en dicho mercado, desde el momento de la compra de las mismas, hasta que las enajena. Las entidades financieras que realizan esta actividad, y que deberán estar autorizadas para ello, cobran a cambio de la custodia de valores una comisión (Hernández, 2013).

Estas entidades adquieren especial importancia en el ámbito del gobierno corporativo y de la actividad de los *proxy advisors*. Concretamente, en el proceso de formación de voto, ya que es este intermediario financiero el que figura como titular de las acciones y, por tanto, el que debe ejercer el derecho a voto en representación del titular real, ya sea en nombre propio pero por cuenta ajena, o bien como intermediario pero en beneficio de los clientes (Garcimartín, 2006). Además, en el caso de la inversión transfronteriza, la complejidad de esta tarea se desdobra al aparecer un custodio global y un subcustodio local, siendo estos últimos los que figurarían como titulares. Se forma pues un entramado de intermediación que hace que el proceso de formación de voto sea realmente complejo. Es aquí donde aparecen los asesores de voto, cuya tarea, como veremos más adelante, también implica ser intermediario entre el inversor institucional y el resto de intermediarios (Hernández, 2013).

En nuestro ordenamiento, la legitimidad sobre el ejercicio de los derechos inherentes a la condición de socios deriva de quién figure como titular en IBERCLEAR. La regulación de este régimen de ejercicio de los derechos del accionista en la sociedad emisora está regulado en el artículo 11 de la Ley del Mercado de Valores. Por su parte, la posibilidad de que sea un intermediario el que emita el voto está previsto en el artículo 524 LSC.

1. Las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero que actúen por cuenta de diversas personas, podrán en todo caso fraccionar el voto y ejercerlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido.

2. Las entidades intermediarias a que se refiere el apartado anterior podrán delegar el voto a cada uno de los titulares indirectos o a terceros designados por estos, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas (artículo 524 Ley de Sociedades de Capital, 2010).

Este artículo se introdujo, como aparece en su contenido, para poder dar cabida al ejercicio del derecho de voto por parte del intermediario financiero. No obstante, debido a una interpretación literal y a una mala trasposición del art. 13 de la Directiva de voto transfronterizo, solo se puede extraer del precepto la posibilidad de voto en representación del cliente, y no en nombre propio por parte del intermediario financiero (Hernández, 2013).

3. ORIGEN DE LOS ASESORES DE VOTO Y CONTEXTO DE PROLIFERACIÓN DE LA FIGURA: ¿QUÉ SUCEDE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EN LAS EMPRESAS PARA QUE SURJA ESA FIGURA DE *ADVISORY*?

Si bien ya hemos explicado el origen del gobierno corporativo, así como de los inversores institucionales (que son los principales clientes de los *proxy advisors*), vamos a analizar ahora la evolución que ha habido respecto a estos, pero concretamente en aquellos aspectos que han provocado la aparición y auge de los *proxys*.

3.1. Los deberes existentes en torno al ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales.

El origen de los asesores de voto está estrechamente ligado, opinan muchos autores, al activismo accionarial, entendido este como las acciones e iniciativas que llevan a cabo los accionistas de una empresa encaminadas a influir sobre las políticas y decisiones que se toman en el seno de una empresa para así poder condicionar la gestión y la marcha de la misma (Pozen, 1994).

Con este movimiento, surge la duda de si los inversores institucionales, que como ya sabemos aúnan el capital y, teóricamente, los intereses, son verdaderamente representantes de esta iniciativa. Parece ser que en un primer momento la respuesta era negativa; que mostraban pasividad en el ejercicio del derecho de voto e incluso cuando lo ejercían, se ponía en duda que verdaderamente sus gestores tomaran las decisiones que más interesaban a aquellos inversores particulares con cuyo dinero contaban (Gallego, 2014).

El motivo del eventual no seguimiento de los intereses de los socios de las entidades de inversión colectiva a la hora de ejercer el derecho de voto, se presenta incentivado por los numerosos conflictos de interés que giran en torno a estas compañías: en primer lugar, por el vínculo entre los inversores institucionales y los accionistas de control (son en la mayoría de los casos entidades financieras o aseguradoras), que a su vez pueden tener participación en aquellas empresas en las que invierte el inversor institucional. Toda esta situación hace que se ponga en duda la defensa de los intereses de todos los que cuentan con participación en la entidad inversora (Verdam, 2006).

Dicho esto, y como íbamos comentando antes, la presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas ha incrementado considerablemente, de forma que la inversión de particulares se suele hacer mediante fondos de inversión, en torno a los cuales surgen potenciales conflictos de intereses. Estos conflictos vienen ocasionados por los vínculos que pueden tener los inversores institucionales y los accionistas que controlan estas compañías, normalmente entidades financieras o aseguradoras. Estas, a su vez, pueden tener relaciones de propiedad o de otro tipo con las sociedades cotizadas en las que se invierte (Hernández, 2016).

Lo anterior provoca que la duda sobre el fin último que se sigue con el capital de los inversores aparezca con mucha fuerza, ya que no es posible determinar cuáles son los intereses atendidos. Todo esto dio pie a un proceso de intento de regulación del asunto para así garantizar protección a los inversores individuales, mediante el control y la imposición de obligaciones de información, aumentando así el activismo accionario. Como consecuencia de lo anterior, la actividad de *advisory* en el voto apareció con mucha fuerza, para dar respuesta a las nuevas exigencias (Gallego, 2014).

3.1.1. Transparencia respecto a la política de voto y la forma de ejercicio del mismo.

En el contexto que hemos desarrollado previamente, y tal y como se esperaba, empiezan a aparecer preceptos en las distintas normativas sobre los deberes de información respecto a la política de voto y el sentido en que este es emitido. La gran mayoría de ordenamientos (con llamativas excepciones como Alemania) están inclinándose hacia la regulación de un deber de transparencia en lo que al ejercicio de voto y la política en torno al voto emitido respecta (Roncero, 2008).

Se trata de la obligación del inversor institucional, cuya influencia en la marcha de la política, por cuestiones representativas, es muy alta; de informar acerca de las decisiones tomadas y razonarlas. Existen ejemplos en muchos ordenamientos, como es el caso del español, en ciertos preceptos de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva; o el más claro, el *Stewardship Code* de Reino Unido, que recoge esta obligación de transparencia en torno al principio cumplir o explicar (Gallego, 2014).

En esta línea es donde se han mantenido, además, las iniciativas regulatorias de los órganos de la Unión Europea, entre las que se encuentra la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre Derecho de Sociedades europeo y Gobierno Corporativo (2012), que plantea reformar la Directiva 2007/36/CE, en la materia de derechos de accionistas. Todo ello encaminado a fomentar la transparencia respecto a las políticas de voto.

Lo expuesto sobre la tendencia a la transparencia y a las obligaciones del ejercicio del deber de voto y justificación del mismo ha supuesto un claro fomento del mercado de asesoramiento en materia de voto. Se debe lo anterior a que ha conducido a los gestores de los inversores institucionales a contratar los servicios de los *proxys*, siendo ellos los que ejercen dicha tarea (Choi et al., 2009).

3.1.2. La obligación de ejercer el derecho de voto en beneficio de los socios.

Unido a lo anterior, encontramos el deber del ejercicio del derecho de voto pero necesariamente en beneficio de los socios de la compañía inversora. Por un lado, se ha

discutido, sin unanimidad en la doctrina, si este deber implica en primer lugar la obligación de ejercer el voto, en líneas generales. No son muchos los ordenamientos que han incluido este precepto de forma absoluta, pero si parece que exista una obligación de ejercer el voto siempre que esto sea favorable para los intereses de los socios de la compañía inversora (Roncero, 2008). En España, para las sociedades gestoras de fondos de inversión, incluso aparece este deber como obligatorio al establecerse la obligación de ejercer de forma efectiva los derechos políticos (Reglamento por el que se desarrolla la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, 2012).

No obstante, incluso sin ser una obligación absoluta, el hecho de que exista la obligación para los gestores de argumentar la conveniencia o no del ejercicio del derecho a voto, ha contribuido también notablemente al auge del mercado de *proxy advisors*.

3.1.3. Proxys como ayuda para superar la presión de los deberes de voto.

Otro motivo que respalda la proliferación de los asesores de voto en torno a su actividad principal es la fácil salida que suponen en cuanto al ejercicio de las obligaciones de la emisión voto. La simple delegación de dicha tarea en profesionales sobre la materia podría parecer en sí mismo el ejercicio responsable de los deberes de voto para con los socios, evitando así el posible fracaso fruto de la inevitable discrecionalidad de la valoración de esta tarea. Esto, que tiene como riesgo la delegación absoluta de los derechos políticos (como veremos en epígrafes posteriores), ha sido la vía de escape de muchos gestores y consecuentemente otra causa para que el mercado de los *proxys* se vea reforzado (Gallego, 2014).

3.1. Otros factores.

Los anteriores son los principales motivos que han dado lugar a un contexto de mercados financieros favorable para que surgiesen y se desarrollasen los asesores de voto. Aun así, existen otros quizás menos importantes, pero también influyentes que pasamos a desarrollar.

Los gestores de los inversores institucionales suelen tener en su mano carteras de inversión muy variadas y muy diversificadas. El ejercicio del derecho de voto de tan

amplio abanico de sociedades en las que se invierte convierte en una ardua labor el hecho de tener información sobre la conveniencia del voto en uno u otro sentido, ya que requiere un gran esfuerzo de investigación y de capital humano para poder recabar toda esta información. Si a esto se le suma que en ocasiones se tiene en propiedad estas acciones por periodos cortos de tiempo, y que el fenómeno de la globalización de los mercados y fomenta la inversión transfronteriza (que dificulta aún más la tarea de investigación), parece comprensible que los mencionados gestores se ayuden de profesionales para gestionar estos asuntos. Ya no es tanto por los conocimientos en la materia, sino por el esfuerzo que hacerlo de forma directa supondría (Gallego, 2014).

Podemos afirmar pues que la diversificación de las carteras de los inversores institucionales y la globalización de los mercados financieros es un factor importante a la hora del crecimiento de la actividad de los asesores de voto.

4. REGULACIÓN LEGAL.

Trataremos ahora la regulación que existe sobre los asesores de voto. Bien es cierto que hemos hablado de muchos textos normativos y tendencias legales sobre el gobierno corporativo en general. No obstante, ahora vamos a analizar si existe regulación legal que atañe de forma directa a los *proxy advisors*, es decir, si la figura de estos asesores viene recogida en la ley; y, en caso de haberla, vamos a analizarla para ver las implicaciones de dicha regulación. Para ello distinguiremos en primer lugar entre Estados Unidos y Europa, para centrarnos algo más en el panorama nacional, más cercano y por tanto más ilustrativo para nosotros.

4.1.EE.UU.

Como hemos comentado en algún momento de este trabajo, el origen de los *proxy advisors* se encuentra en Estados Unidos, siendo a nuestro juicio muy revelador realizar un estudio del tratamiento que se le dé en este país, debido a que Puede llegar a ser realmente influyente y orientativo para el resto del mundo, especialmente porque, como ya veremos, los principales *proxys* son estadounidenses.

Es casi obligado aquí hablar de la Ley Federal ERISA, que a pesar de no regular de forma directa a los asesores de voto, fue el origen de esta figura por impulsar la participación de los inversores institucionales en las juntas generales, provocando la obligación de votar (Price Waterhouse Coopers, 2017).

Pues bien, incluso viniendo estos asesores operando desde la década de los setenta, no existe una regulación aplicable directamente a ellos, sino que a efectos de tratamiento legal se les aplican normas creadas para figuras, si bien parecidas en algunos aspectos, muy distintas. De hecho, la *Securities and Exchanges Comision* ha considerado darles un tratamiento de asesores de inversión, por la interpretación del *Investment Advisers Act* de 1940. No obstante lo anterior, en absoluto se aplica a su regulación la legislación que acabamos de mencionar, por estar específicamente desarrollada para los asesores de inversión, con unas características muy concretas. Por otro lado, encontramos el posicionamiento de la figura por parte de la *Securities and Exchanges Comision* muy cercano, en otros contextos, al de los *proxy solicitors*.(Gallego, 2014).

La normativa a aplicarse depende de qué actividad de los asesores de voto se esté analizando, por lo que la regulación es muy dispersa y ambigua, no pareciendo en absoluto que este contexto regulatorio sea completo ni acertado para la materia (Hernández, 2016), especialmente teniendo en cuenta que existen una serie de cuestiones problemáticas, que más adelante veremos, que requieren estar previstos en algún texto legal.

4.2.Regulación en el contexto español.

Si hay inexistencia de regulación específica en Estados Unidos, donde los asesores de voto llevan operando varias décadas, era de esperar que en España, donde el fenómeno es mucho más reciente, tampoco hubiese regulación al respecto. Además, no parece que se puedan aplicar las normas dirigidas a los asesores de inversión, en tanto que la actividad de los *proxys* dista mucho de la de aquellos en tanto que no versa sobre la compra o venta de valores negociables, sino que se ciñe a los derechos de voto de estos valores (Grupo de Expertos, 2012).

Si bien algunos preceptos de la Ley del Mercado de Valores sí que podrían ser aplicables por analogía, no es lo habitual, ya que la actividad de los asesores de voto no encaja en las definidas en el artículo 63.1. LMV sobre el asesoramiento que desempeñan las entidades aquí recogidas. Además, tampoco existe una regulación por parte de los organismos de la Unión Europea para tratar de regular la actividad llevada a cabo por los asesores de voto (Gallego, 2014).

No obstante, ha habido un intento de regular parcialmente la materia en la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017. No se da en ella una regulación expresa ni muchísimo menos, aunque sí aparecen exigencias de transparencia con respecto a su actividad. Aunque es cierto que los asesores de voto ya solían publicar esta información en sus páginas web, desde esta directiva (y cuando se produzca la posterior trasposición en los estados miembros, será obligatoria (Tringali, Ferré, Barsacq, Centeno & Armero, 2017). Además, recoge para ellos el principio de “cumplir o explicar” en el segundo punto de su artículo tercero undecies:

Cuando los asesores de voto no apliquen ningún código de conducta, explicarán el motivo de manera clara y razonada. Cuando los asesores de voto apliquen un código de conducta, pero se aparten de alguna de sus recomendaciones, harán constar qué partes no están siguiendo, darán explicaciones sobre los motivos indicarán, en su caso, las medidas alternativas adoptadas (art. 3 undecies .2 Directiva (UE) 2017/828).

Por todo ello, y teniendo en cuenta que la única regulación directa es el precepto que hemos mencionado, podemos afirmar que en el contexto nacional nos encontramos con la misma problemática que en Estados Unidos, siendo necesario, a nuestro juicio, una inmediata ley que trate este asunto. Esta propuesta regulatoria la abordaremos al final de nuestro trabajo.

5.. EL MERCADO DE PROXY ADVISORY.

En este epígrafe vamos a hablar de los sujetos que operan en el mercado de *proxy advisory*, para así poder conocer incluso un poco más sobre estas entidades y facilitar el posterior estudio de la controversia alrededor de ellas. Así pues, procedemos a explicar las características principales de la oferta de asesoramiento en el voto y los sujetos protagonistas de este mercado.

Este sector está marcado por una alta concentración, de tal forma que existen pocos *proxys* pero que concentran la gran mayoría del mercado, pudiendo hablar de un oligopolio (Choi et al., 2009). Esto se debe a los siguientes factores:

- En primer lugar, nos encontramos con una barrera de entrada basada en las economías de escala. Como ya hablábamos antes, la información que se requiere para poder emitir recomendaciones de voto requiere un gran esfuerzo y por tanto una gran inversión, que es de hecho uno de los motivos por los que han proliferado los asesores de voto. Pues bien, el mayor tamaño de un *proxy* depende del número de clientes del mismo, y cuanto mayor sea este, menor será el coste para la emisión de las recomendaciones por clientes, ya que un mismo informe puede ser utilizado para más de un cliente cuando coincidan sus contextos (PWC, 2017).
- Existe un segundo motivo que se trata de la dificultad y el coste de transmitir el inversor institucional las directrices con las que quiere que se alineen los intereses cuando el asesor da su recomendación de voto, por lo que se tiende a contratar siempre al mismo *proxy*.
- Por otro lado, un factor que determina la elección de la fuente de asesoría con carácter general es el prestigio del asesor. Así pues, el mayor número de clientes se traduce en mayor prestigio, y por tanto fomenta el crecimiento de los que ya son grandes. Esto tiene sentido ya que el mayor número de clientes significa una mayor experiencia en la materia (Verdam, 2006).

Estos dos elementos han marcado la existencia de un mercado oligopolístico, pudiéndose incluso hablar de un duopolio (Belifanti, 2009). Así pues nos encontramos con que existen dos *proxys* que acaparan casi todo la clientela.

El primero de ellos y más importante es ISS (*Institutional Shareholders Services*). Fue fundado en 1985 en Estados Unidos, donde tiene sede, aunque opera por todo el mundo, emitiendo unas 40.000 recomendaciones por todo el mundo, superando incluso los 100 países en concordancia con el carácter global del mercado (Grupo de Expertos, 2012). Su cuota de mercado ha sido situada en torno al 61%. Por este motivo, al hablar de esta

entidad, y teniendo en cuenta en qué consiste su labor, es definida como una empresa con muchísimo poder y con una gran influencia en todo el mundo (Choi et al., 2009).

Por otro lado, tenemos a *Glass Lewis & Co*, que si bien es menos importante, aúna el 36% de la cuota de mercado y opera en prácticamente el mismo número de países, completando el cuasi duopolio de este mercado (Belifanti, 2009).

No obstante, han proliferado otros *proxys* con cuotas de mercado infinitamente inferiores, pero que llegan a tener cierta presencia (sin poder si quiera competir con los dos grandes) en sus propios mercados nacionales, como es el caso de *Manifest*, en Reino Unido; *IVOX*, en Alemania; *Proxinvest*, Francia o *Corporance*, que se autodefine como “el primer *proxy advisor* español” (www.corporance.es, recuperado el 28 de marzo de 2019). La aparición de estos asesores secundarios está motivado especialmente por el hecho de que muchas compañías, cuando solicitan asesoramiento en el ejercicio del voto, tratan de contrastar información y opinión, por lo que contratan el servicio de más de un *proxy* (Grupo de Expertos, 20129).

6. LA ACTIVIDAD DE LOS ASESORES DE VOTO Y SUS CLIENTES.

Si bien ya hemos mencionado en numerosas ocasiones la actividad que desempeñan los asesores de voto en el ejercicio de su actividad con carácter genérico, vamos a profundizar ahora en ello para saber en qué consisten los servicios prestados por los *proxys* y quiénes son los clientes que los solicitan. A continuación, desarrollamos los servicios que desarrollan los diferentes asesores de voto, clasificados en sus propias páginas web como los principales, relacionados con las recomendaciones sobre el ejercicio del derecho de voto; y los secundarios, que suelen estar vinculados al cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo (<https://www.issgovernance.com>, recuperado el 30 de marzo de 2019).

6.1. Actividad principal.

Como ya decíamos *supra*, y en consonancia con el nombre de los asesores de voto, la actividad principal de los mismos se orquesta en torno a una serie de servicios encaminados a asesorar a cerca del ejercicio del derecho de voto por parte de los

inversores institucionales en las juntas de socios aquellas empresas en las que tienen participación (Grupo de Expertos, 2012).

No obstante, y siguiendo la línea argumental de Gallego (2014), debemos señalar que dentro de esta actividad genérica se desglosan muchos servicios concretos en que se aquella se materializa. Así lo indican los propios asesores de voto en la información facilitada por ellos en sus páginas web. Señala el autor en este sentido que los servicios prestados se pueden clasificar según el carácter que tengan en dos grupos, no entendiéndose el uno sin el otro:

- Aquellas prestaciones de carácter intelectual, que son las principales y las que estrictamente corresponden al servicio de la asesoría de voto. Consisten en la remisión de informes a los clientes sobre aquellos aspectos que afecten al voto que se ha de emitir en la junta de accionistas y la recomendación del *proxy* al respecto.
- Los servicios logísticos, cuya prestación es conocida en términos anglosajones como *proxy voting services*, que se trata de facilitar el proceso de voto desde un punto de vista técnico.

De todos estos servicios son clientes los inversores institucionales, como era de esperar. A continuación, los expondremos de forma detenida.

6.1.1. Servicios de recomendación de voto.

Esta parte de la actividad de los *proxy advisors* es la fundamental, el eje en torno al cuál giran todos los demás, que da sentido a la figura de los asesores de voto y los distingue de otras entidades: son los denominados *proxy advising services* (Grupo de Expertos, 2012).

Los inversores institucionales solicitan los servicios de los asesores de voto para que estos, a cambio de una contraprestación, realicen un análisis sobre todos los factores que deban ser tenidos en cuenta para tomar una decisión (lo más beneficiosa posible) sobre los puntos de la junta de accionistas. Para ello, se deberá estudiar toda la información

existente sobre la empresa emisora para poder contar con criterio suficiente para dar una respuesta razonada (Belifanti, 2009). Una vez estudiado el caso de la compañía en cuestión, así como analizadas las decisiones que se van a tomar, el *proxy* emite una recomendación de voto, es decir, el voto que a su juicio es más beneficioso para los partícipes del inversor institucional. No obstante, esta emisión no es vinculante, por lo que en última instancia será el cliente el que deba decidir sobre el voto a emitir (PWC, 2013), de lo cual se derivan muchas consecuencias en cierto modo problemáticas, como veremos más adelante.

Es importante resaltar quiénes son los clientes directos de los asesores de voto en el marco de esta actividad. Si bien la recomendación de voto siempre debe emitirse en beneficio del inversor final, en muchas ocasiones (sobre todo en ámbito transfronterizo), y por las particularidades del proceso de formación del voto, la contratación de servicios y por tanto la recepción de la recomendación se hace al titular fiduciario de las acciones, que es el que toma la decisión sobre el voto. Aun así, el voto debe realizarse siempre en beneficio del titular material de las acciones, aunque no sea el que contrate los servicios del asesor de voto (Hernández, 2016).

Debemos hablar, en relación con el servicio de asesoramiento en materia de voto propiamente dicho, de la distinción de dos tipos de servicios, a saber, generalizado o estándar y personalizado. Esta distinción, nuevamente, es hecha por los propios *proxy advisors* cuando ofrecen sus servicios. Si bien hay posibilidades intermedias, vamos a explicar, remitiéndonos a la exposición sobre el tema de Gallego (2014), las particularidades de uno y otro tipos de servicio.

Por un lado, nos encontramos con los servicios de *proxy advisory* estandarizados. En este tipo de asesoramiento el análisis es algo menos intenso, de tal forma que la información en la que basa es la de los estándares de gobierno corporativo del país del inversor institucional y, otras veces, del país de la empresa de cuyas acciones es titular. Utiliza criterios genéricos de gobierno corporativo del mismo asesor de voto.

El segundo tipo de asesoramiento es el *custom proxy advisory services*, que se trata de un servicio personalizado en el cual la emisión de la recomendación acerca del voto se realiza teniendo en cuenta el perfil concreto de la empresa a la que se está asesorando partiendo

de su situación, sus intereses, preferencias y concepción del gobierno corporativo. Es un asesoramiento mucho más laborioso y, por tanto, suele ser más acertado y ventajoso. Su contratación es lógicamente más costosa, ya que implica así mismo un mayor esfuerzo y coste en la investigación para el *proxy*, al tener que recabar la información y emitir un juicio para el caso concreto.

6.1.2. Proxy voting services.

Existe otra serie de tareas relacionadas con la actividad principal de asesoría en la emisión de voto, también realizados en favor de los inversores institucionales que contratan los servicios de los *proxys*, pero que tiene un carácter logístico. Se trata de actividades que tienen el objetivo de apoyo en el proceso de voto, no desde un punto de vista conceptual, sino procedimental (PWC, 2013)

Las tareas concretas que se realizan dentro de este apoyo logístico para el ejercicio del derecho de voto se articulan mediante unas plataformas electrónicas que sirven como infraestructura de comunicación para el apoyo al ejercicio del voto. Mediante estas plataformas se notifican las juntas convocadas por la empresa, se comunican las acciones que corresponden en función de la inversión y por tanto la influencia de su votación y, en definitiva, constituye un flujo de información entre asesor y asesorado. Además, estos servicios también implican la comunicación con el banco custodio, y con más de uno en caso de inversión transfronteriza (Grupo de Expertos, 2012).

Todos estos servicios proporcionan una gran comodidad para el cliente del *proxy*, que delega todo lo relacionado con la emisión del voto en él, especialmente compleja cuando se trata de inversiones transfronterizas. Es, a fin de cuentas, una delegación de todas aquellas actividades o información a recibir que tiene que ver con el ejercicio de este derecho político de los inversores institucionales (Hernández, 2013); y de ahí que se denominen *proxy voting services* (Gallego, 2014).

Es importante tener en cuenta que la parte logística del asesoramiento no se entiende sin la parte intelectual, por lo que aparecen de forma conjunta, sirviendo también las mencionadas plataformas para transmitir las recomendaciones de voto sobre los distintos asuntos a decidir.

Por último, cabe resaltar otra manifestación del carácter logístico del servicio de asesoramiento de voto, consistente en la posibilidad de que el *proxy advisor* actúe como representante del cliente a la hora de ejercer el derecho de voto. En estos casos, puede llegar a existir una delegación de la decisión de voto, de tal forma que la recomendación de voto se traduce de manera automática en la decisión que se tomará en la junta de accionistas, al ser el asesor el que tome directamente la decisión. Estos supuestos están empezando a ser cada vez más comunes (Belifanti, 2009).

6.1.3. Proceso de formación del voto.

Vamos a detallar, desde un punto de vista procedimental, cómo es el proceso de formación del voto en los inversores institucionales españoles, para tener una idea más cercana al funcionamiento técnico de los *proxy advisors* y de su actividad. Al efecto, nos remitimos al esquema pormenorizado que nos presentan el Grupo de Expertos (2012) sobre este asunto, detallando un flujo de información con respecto a las recomendaciones de voto en siete periodos:

1. En primer lugar, la sociedad emisora convoca la junta general de accionistas, así como toda la información relacionada a esta. Es aquí donde se comunican los puntos del día sobre los que más adelante habrá que deliberar.
2. Una vez publicada la información de la junta, esta llega, por su mencionado carácter público, a todos los actores del mercado, incluidos los *proxy advisors*, y consecuentemente a la plataforma electrónica por la que se comunican las partes. Los bancos custodios también reciben la información.
3. Los bancos custodios locales remiten la información, en su caso, a los globales.
4. Los inversores institucionales se encargan de remitir toda la información recibida a los inversores institucionales, por ser esto parte del servicio contratado. Asimismo, junto a la información pública, enviarán aquí su recomendación de voto, a la que el inversor podrá acceder por la mencionada plataforma electrónica.

5. Habiendo tenido lugar los anteriores pasos, el traspaso de información se ha completado, de forma que el inversor institucional ya está documentado para comenzar el proceso de decisión sobre el voto de los asuntos que se han convocado en la junta de accionistas. Con toda la información en su mano, incluyendo la recomendación emitida por el *proxy* (nótese que en muchas ocasiones este proceso ocurre con respecto a más de un asesor, en aquellos casos en los que se contratan los servicios de varios *proxy advisor*), el inversor deberá decidir sobre la emisión de su voto, para lo cual tiene varias posibilidades: puede delegar el ejercicio del derecho de voto en el asesor de voto mediante correspondiente poder, o bien decidir votar por sí mismo, en cuyo caso pueda ocurrir que siga la recomendación de voto o que se desvíe de la misma.
6. En el momento en el que el sentido de voto está formado por parte del inversor institucional, deberá emitir por la vía correspondiente (ya sea por la plataforma existen para ello o vía fax) dicha voluntad al custodio global, que realizará las pertinentes comprobaciones sobre la legitimidad de la emisión dicho voto.
7. Comprobado lo anterior, el custodio global remite al custodio local la decisión sobre el voto recibida, nuevamente por la correspondiente plataforma existente para dicho fin.
8. Por último, el custodio local hace llegar la información a la sociedad emisora, que tendrá en cuenta el voto emitido para el recuento de la junta.

Como vemos, el servicio de asesoramiento de voto permite al inversor institucional llegar a despreocuparse de manera casi absoluta sobre las decisiones de voto en las juntas en las que son socios, ofreciendo el *proxy advisor* un servicio completo en el proceso de la formación del voto.

6.2. Secundarios.

Más allá de la actividad principal, existen otras prestadas por los *proxy advisors*. Se trata de servicios de asesoramiento en materia de gobierno corporativo que permitan a los asesorados un mayor conocimiento acerca de la materia. No obstante, esta labor de

asesoramiento no la contratan los inversores institucionales, sino las sociedades cotizadas emisoras en las que invierten aquellos. Es aquí donde vemos, una vez más, que los inversores institucionales no son los únicos clientes de los *proxys* (PWC, 2013).

Estos servicios ofrecidos, nuevamente recurriendo a la propia información presentada por los *proxys* en sus páginas web, consisten en dar apoyo en la planificación, valoración y gestión de las políticas de gobierno corporativo llevadas a cabo por las sociedades emisoras que los contratan. Se trata de utilizar la situación concreta de estos para crear valor a través de las buenas prácticas del gobierno corporativo (<https://www.issgovernance.com>, recuperado el 31 de marzo de 2019). Existen varios incentivos que han hecho aumentar esta parte de la actividad de los asesores de voto.

Debido a la ya expuesta creciente importancia del gobierno corporativo, ha aparecido esta actividad, cuya existencia se debe a varios motivos. Aunque no se pueda negar el sustrato del interés por cumplir con las buenas prácticas del gobierno corporativo para crear valor a la empresa, esto se ve potenciado en la medida en la que los *proxy advisors* crean rankings sobre el cumplimiento con el buen gobierno corporativo para sus clientes inversores institucionales. De este modo, estos rankings influyen notablemente en la inversión de dichos inversores institucionales. Puesto que esos rankings son elaborados por el concepto de gobierno corporativo que tenga el creador (*proxy advisors*), qué mejor forma de cumplir con el concepto de calidad de buen gobierno corporativo, que condicionarlo a la percepción y recomendación del creador del ranking. En consecuencia, se suele delegar esta tarea de asesoramiento sobre el gobierno corporativo a los asesores de voto (Gallego, 2014).

7. IMPORTANCIA DE LOS PROXYS.

7.1. Alcance de las recomendaciones.

Examinaremos a continuación el grado de importancia de las recomendaciones emitidas por los *proxys*. Para ello, vamos a estudiar en primer lugar la influencia que tienen en Estados Unidos, para después poder establecer una comparativa en nuestro entorno nacional.

Como ya decíamos, la mayor parte del mercado de *proxy advisory* de Estados Unidos está concentrado por ISS, el más importante asesor de voto a nivel mundial. En este país la influencia y el poder que tiene en el mundo empresarial es de gran alcance. Esto lo vemos reflejado en los datos recogidos sobre en qué medida los votos emitidos por los accionistas son influenciados por las recomendaciones de este *proxy advisor*, variando las cifras de entre 19% hasta el 30%, según a qué fuente acudamos para ello. Esto, si lo unimos a la influencia que tiene el colectivo de asesores de votos, se convierte en cifras mucho mayores. Podemos afirmar pues, que el grado de influencia a la hora de ejercer el voto de los *proxys* en este país es bastante elevado, llegando a decir algunos autores que las juntas de accionistas hacen lo que piensan que ISS quiere que hagan, para así conservar sus puestos, independientemente de si la recomendación emitida está justificada o no (Choi et al., 2009)

Respecto a la influencia de la emisión de recomendaciones voto en España, y antes de comentar datos y realidades, sí podemos afirmar que la relevancia y poder de los *proxy advisors* es bastante inferior a Estados Unidos e incluso a otros países. Hoy en día existe un bajo control de las decisiones que se toman en las juntas, provocado en parte por la ausencia de inversiones de carácter transfronterizo, que siempre atraen la actividad de los asesores de voto; así como por la inexistencia de la obligación de ejercicio del derecho de voto en las sociedades de nuestro país cuando el accionista no supere el 1% del capital o no tenga una antigüedad mayor al año. Los inversores institucionales han expresado el moderado grado de influencia al preguntarles de forma directa sobre la influencia ejercida en ellos. Sin embargo, esta menor influencia no significa en absoluto que la figura de los asesores de voto no pueda ser determinante en las juntas generales en muchas ocasiones (hernandez ...).

No se puede medir de forma exacta el peso que tienen las recomendaciones de voto emitidas por los *proxys* sobre las decisiones finalmente obtenidas, ya que no siempre un voto coincidente con el contenido de la recomendación significa que haya sido el asesor de voto el que haya provocado que sea así. Vamos a analizarlo a través del estudio de los resultados de las votaciones en las juntas generales de las empresas que cotizan en el IBEX 35, diferenciando entre las que afectan a temas considerados importantes a juicio de los *proxy advisors*, y aquellos menos relevantes (PWC, 2013).

En primer lugar, debemos hablar de cuáles son esas materias a las que los asesores de voto otorgan mayor relevancia. Los agrupamos en tres, siguiendo la línea expuesta por Hernández (2016).

- Los relacionados con el consejo de administración, del nombramiento y reelecciones de sus miembros, la composición del mismo (diversidad, tipos de consejeros y presencia, por ejemplo), la retribución de los consejeros, la acumulación de cargos como máximo directivo y máximo ejecutivo de la empresa, entre otros.
- También son de gran relevancia aquellos aspectos sobre la relación del socio y la sociedad.
- Tenemos otros temas de naturaleza variado como son, a modo orientativo, la responsabilidad social corporativa de la compañía, la emisión de obligaciones, o la auditoría de las cuentas de la sociedad.

En consonancia con argumentos expuestos, existen datos que muestran como las votaciones que versan sobre los temas que hemos mencionado tienen un porcentaje considerablemente mayor que las que tratan sobre otros asuntos. La mayor incidencia de voto no favorable indica una mayor preocupación sobre un determinado tema, ya que en las juntas generales suele haber fácil acuerdo sobre los asuntos que no son considerados controvertidos. Todo ello implicaría indirectamente que existe influencia de los *proxy advisors* sobre las citadas cuestiones, ya que una preocupación al respecto y su transmisión a los inversores institucionales implica que se emitan votos no favorables por no estar conforme a las votaciones propuestas (Hernández, 2016).

El estudio realizado por PWC (2013) en relación al impacto de los asesores de voto, utilizando para ellos tres temas concretos, sacan a relucir datos muy reveladores sobre todo lo que venimos comentando. En el mencionado estudio se tomaron tres cuestiones que se incluyen como como críticos para los *proxy advisors*, y que además hayan sido objeto de deliberación en las grandes compañías del Ibex 35 recientemente. Estos temas han sido la elección de los consejeros y su posible reelección, la dilución accionarial y las políticas de retribución de consejeros. Haciendo un análisis de los resultados de las

votaciones sobre los anteriores, en contraste con aquellas decisiones sobre temas no críticos para los asesores de voto, se pudo ver que los resultados indican la influencia de los *proxys* en las decisiones que se toman en la compañía. El porcentaje de votaciones con resultado no favorable (que como ya sabemos, indica que es un tema controvertido en general, pues las votaciones sobre nimiedades no suelen encontrar oposición en la junta general) fue mucho mayor en los temas que hemos señalado como polémicos, que en aquellos que se alejan de la preocupación de los *proxys*.

Además, y a la luz del mismo estudio (PWC, 2013), el porcentaje de votos no favorables emitidos sobre los temas en cuestión (independientemente del resultado de la votación sobre el asunto en junta) se ha disparado, lo cual indica nuevamente una creciente inquietud en torno a ellos. Pese a que decíamos que la influencia de los asesores de voto en España no es tan grande como lo pueda ser en Estados Unidos, existe una innegable influencia sobre las compañías.

Los aspectos en los que hemos analizado la influencia en este epígrafe son una de las manifestaciones de la relevancia que tienen los *proxys* en el gobierno corporativo. Esto es así en la medida en que las recomendaciones emitidas sobre los temas que más preocupan a los asesores de voto (casualmente, relacionados todos ellos con el gobierno corporativo) influyen sobre las decisiones que se toman a su respecto en las juntas de accionistas, provocando una mayor concienciación en torno a las buenas prácticas de gobierno corporativo en el seno de las juntas generales (Verdam, 2006).

Con todo lo expuesto, y a pesar de que la influencia actual en nuestro panorama nacional no sea tan elevada como en otros países, los distintos informes al respecto parecen indicar que, en el futuro, incluso en el corto plazo, sí que puede crecer la importancia de estos actores. Las razones que lo favorecen son el aumento de la inversión transfronteriza y el consecuente incremento de la demanda de servicios de asesoramiento de voto, y su influencia en el gobierno corporativo, que analizamos a continuación.

7.2. Influencia en el gobierno corporativo.

Véase que en el epígrafe anterior hemos analizado y comentado la influencia que tienen los *proxy advisors* sobre los inversores institucionales a los que prestan sus servicios de asesoramiento, traducándose dicha influencia en el grado de seguimiento de las recomendaciones recibidas respecto al voto que emitir en la juntas de accionistas de las sociedades emisoras. Del mismo modo, hemos hablado del poder que tienen en las votaciones de las sociedades sobre las que asesoran a sus clientes. A pesar de ello, el condicionamiento del voto no supone en sí mismo la modelación del gobierno corporativo de estas compañías.

Continuamos ahora analizando en qué medida la actividad de asesoramiento de voto puede condicionar el gobierno corporativo, y qué formas tiene de afectarlo y tomar parte de él. Debemos sentar, previo desarrollo, que la posible afectación al gobierno corporativo por parte de la actividad de los *proxys* viene determinada por la influencia sobre el voto de los inversores institucionales que hemos explicado *supra*, así como por la poderosa posición en los mercados que tienen los grandes *proxy advisors*, también mencionado en apartados anteriores.

Para comprender la incidencia en el gobierno corporativo, tenemos que partir de la premisa del *proxy voting research*. Se trata de la tarea de investigación y recopilación que realizan los asesores de voto para poder emitir sus recomendaciones de voto. Para poder asesorar de forma adecuada a sus clientes, deben ser verdaderos expertos en la materia y contar con conocimientos amplios sobre el tema. Esto hace que los *proxy advisors* cuenten con formados conocimientos sobre gobierno corporativo, ya que, de lo contrario, no podrían ejercer de manera efectiva su actividad (Verdam, 2006).

Los *proxys* se han convertido en referentes en materia de gobierno corporativo, estando esto incentivado por el hecho de que sus clientes llegan a delegar casi completamente en ellos la formación del voto. Especialmente en el caso de los inversores institucionales menores, debido a la dificultad de recabar información y establecer una política de voto, este fenómeno se acentúa (Larcker, McCall & Tayan, 2013).

Todo lo anterior provoca que sea incluso recomendable que los gestores de los inversores institucionales se sirvan del profundo conocimiento, por parte de los *proxys*, sobre los asuntos que se tratan en las juntas de accionistas. Ya que son más experimentados en el

estudio de este tipo de asuntos, es incluso recomendable para el buen gobierno corporativo que esto sea así. Aquí encontramos una manifestación de influencia que tiene sobre el gobierno corporativo la actividad de los *proxy advisors* (OECD, 2004).

Por otro lado, como sabemos, la transparencia de la información de una sociedad es una de las principales prácticas del buen gobierno corporativo. Los *proxy advisors* desempeñan un papel fundamental a este respecto al hacer llegar la información de los emisores a los inversores institucionales (incluso habiendo casos en los que la contratación de los servicios se debe a este motivo) (Choi et al., 2009). Tiene como consecuencia, otra vez, que los asesores de voto tenga un rol esencial en el seno del gobierno corporativo, al actuar como “recopiladores profesionales de información” (Gallego, 2014, pp. 85).

Nos encontramos otro factor que hace que los *proxy advisors* contribuyan a la imposición de las prácticas del buen gobierno corporativo. Los administradores y directivos saben que existe presión por parte de los asesores de voto para que sus clientes voten negativamente a todas aquellas votaciones en las que, a su juicio, no se cumplieren los requisitos del buen gobierno corporativo. Esto provoca un compromiso por parte de la empresa emisora y sus órganos de administración con los criterios de los *proxys*, para así evitar que salgan como no favorables las propuestas que emitan. Suponen un incentivo para los administradores de cara a proponer votaciones que no vulneren las buenas prácticas de gobierno corporativo (Grupo de Expertos, 2012).

A esto debemos sumarle que, en caso de proponer asuntos que pueden no estar, a priori, en consonancia con los criterios de los asesores de voto, intentaran establecer un diálogo con ellos para llegar a un punto en común. Este flujo de información entre ambas partes es beneficioso en doble sentido (Gallego, 2014)

- En primer lugar, porque el diálogo entre asesores de voto y emisores proporcionará a los primeros una información más completa para los segundos. Los emisores tratarán en estas conversaciones transmitir los motivos de sus propuestas, en función de la situación concreta de la sociedad. Esto permitirá al asesor de voto remitir informes y recomendaciones con mayor conocimiento de la noción de buen gobierno en el entorno nacional concreto y en el contexto

particular en que se desarrolla. El asesoramiento se vuelve así más fiable y fundamentado y, por ello, permite al *proxy* ofrecer un mejor servicio a su cliente.

- Por otro lado, permite a los *proxys* transmitir su visión sobre las cuestiones tratadas, que suelen estar justificadas por los criterios del gobierno corporativo. Se trata de la exposición directa, por parte de los *proxy advisors*, de su criterio y opinión sobre determinados asuntos propuestos por la junta de la sociedad emisora. Si el *proxy* expone su opinión sobre determinados aspectos concretos, puede condicionar a la junta a amoldarse a dicho criterio, para así no obtener votaciones no favorables. En lugar de ejercer la presión mediante sus recomendaciones negativas, la ejerce en un momento previo a la propuesta de votaciones por parte de la sociedad emisora.

Por último, existe otra forma en la que los asesores de voto tienen influencia en el gobierno corporativo, colaborando a la implantación de sus buenas prácticas. No obstante, en esta ocasión se trata de la importancia que tienen el colectivo de los asesores de voto, es decir, la presión que supone el conjunto de la actividad de todos ellos. Fruto de los diálogos explicados entre sociedades emisoras y los *proxy advisors*, las sociedades emisoras de un determinado sector llegan a establecer pautas de actuación comunes en consonancia con los distintos diálogos individuales mantenidos (Larcker, McCall & Tayan, 2013).

En conclusión, podemos sostener que, por la actividad que desempeñan y las consecuencias de estos servicios en sociedades emisoras y en los inversores institucionales, los asesores de voto contribuyen notablemente a que se sigan las buenas prácticas del gobierno corporativo. De ahí que el surgimiento y proliferación de los *proxys* se deba a la previa atribución de importancia en los mercados al gobierno corporativo.

8. PROBLEMÁTICA EN TORNO A LOS ASESORES DE VOTO.

Ya hemos visto la influencia de los *proxy advisors* en el entorno en el que operan y el fomento del seguimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo que realizan. Aun así, los asesores de voto son una figura muy controvertida en torno a la cual existen

diversos temas sujetos a debate en la actualidad. Los puntos que vamos a desarrollar son “la parte negativa”, en cuanto a gobierno corporativo, de los *proxys*.

Es cierto que la causa del debate de muchos de estos temas ya han sido mencionadas a lo largo del desarrollo del trabajo. En este apartado los trataremos de forma pormenorizada.

8.1.Conflictos de interés en el asesoramiento.

Este es posiblemente el tema más controvertido respecto a la labor de los asesores de voto. Se trata de la ausencia de independencia por la convergencia de diferentes intereses en el ejercicio de su actividad (Hernández, 2016). Estos conflictos de interés pueden estar provocados por los siguientes supuestos, que se dan en casos reales:

- En ocasiones nos encontramos con que las recomendaciones que deben emitir los *proxys* recaen sobre compañías a las que han asesorado sobre gobierno corporativo, pudiendo ese último hecho condicionar el informe remitido al inversor institucional (Grupo de Expertos, 2012).
- También nos podemos encontrar ante una fuente de conflicto de interés provocada por la pertenencia del *proxy advisor* a un grupo empresarial que pueda influir en el servicio de recomendación de voto. Este caso en concreto se da tanto en ISS como en Glass Lewis (PWC, 2013).
- Otro potencial conflicto de interés consiste en la tenencia de acciones de una compañía, por parte del asesor de voto, sobre la que deberán emitir recomendaciones de voto. Teniendo en cuenta que el consejo sobre la decisión de voto puede ser muy influyente en las decisiones tomadas en la compañía emisora, la convergencia de intereses es evidente (Hernández, 2016)
- Por último, puede suceder el caso anterior pero que la participación no sea de la compañía de asesoramiento de voto, sino de directivos u otros sujetos que operan en la misma. La situación, en este caso, es la misma que explicábamos (Hernández, 2016).

A pesar de que puedan existir “cortafuegos” que impidan la influencia de una relación de los asesores en su actividad con otros clientes, parece complicado que desaparezca de forma completa esta división de intereses (PWC, 2013).

8.2. Concentración del mercado de proxy advising.

Este tema discutido en torno a los *proxy advisors* gira en torno al carácter oligopolístico o incluso duopolístico que analizábamos al hablar de las características del mercado de *proxy advising*. Está provocado por la existencia de numerosas barreras de entrada, y las consecuencias negativas son las de cualquier mercado oligopolístico. Por este motivo deviene imprescindible que se trate de erradicar esta característica del mercado, y así lo han venido exigiendo los distintos sujetos que forman parte del mercado de asesoramiento de voto (Hernández, 2016). Además, la mayor hipotética competencia en el mercado para los *proxy advisors* podría contribuir a eliminar el resto de problemas, ya que los asesores tendrían una mayor presión para realizar su trabajo de la mejor manera posible, huyendo de cualquier tema polémico.

8.1. Calidad técnica de las recomendaciones de voto. Las recomendaciones estandarizadas.

Muchos son los que han mostrado su opinión manifestando la precariedad del servicio prestado por los asesores de voto. Aunque es cierto que en el caso del *custom proxy advising service* sí que se ofrece un asesoramiento minucioso en función de las características del caso concreto, la mayoría de labores de asesoramiento de voto son de tipo estandarizado, siendo aquí donde aparece el problema (Belifanti, 2009).

Uno de los motivos que da pie a esta situación es la ausencia de suficiente intercambio de información entre las sociedades emisoras y los *proxy advisors*. Se están realizando numerosos esfuerzos encaminados a enmendar esto, pero aun así la recepción de información por parte de los *proxys* no es suficiente teniendo en cuenta que estos últimos

emiten recomendaciones de voto sobre las decisiones tomadas por los emisores (Verdam, 2006).

Nos encontramos, a parte, con la particularidad de que la mayor parte de recomendaciones de voto se concentran en una época del año, a saber, de febrero a junio. Esto es así porque es cuando suelen tener lugar las juntas generales de accionistas. La consecuencia es que el trabajo de los asesores de voto se acumulan y deben afrontarlo a tiempo para que puedan emitir el voto los clientes, haciendo que la calidad de este asesoramiento no sea tan bueno por no poder ser el estudio del caso tan minucioso (PWC, 2013). A esto se le une la contratación de personal extra para poder cubrir todas las recomendaciones de voto, no estando, en muchas ocasiones, dichos empleados suficientemente cualificados para desempeñar la tarea en cuestión (Gallego, 2014).

Tal es el problema de la baja calidad advertida por los expertos en las recomendaciones de voto, que en muchas ocasiones incluso aparecen errores relacionados con la información compilada. Esto, como veníamos advirtiendo, es consecuencia del asesoramiento estandarizado de voto (Belifanti, 2009). Potenciado por el alto volumen de trabajo, las recomendaciones de voto estandarizadas suelen no estar basadas en la situación concreta de la compañía que se está asesorando: no se tienen en cuenta las prácticas de buen gobierno corporativo del territorio concreto de la compañía, ni las características del mercado en el que opera.

Como consecuencia, se acaban implantando los criterios propios del mercado de origen del *proxy advisor*, lo que está provocando la implantación de prácticas de gobierno corporativo anglosajonas en otros países. Esto último no es en sí mismo negativo, pero sí el detonante que hace que sea así. Se llega a hablar incluso de informes “de talla única” (Hernández, 2016)

8.4. Transparencia en su actividad.

Otra polémica en torno a los *proxy advisors* es la presunta falta de transparencia en el desarrollo de su actividad. Es cierto que muchos de los asesores de voto publican, al menos con carácter formal, sus criterios sobre toma de decisiones al emitir recomendaciones de voto. Aun así, las sociedades emisoras acusan la falta de información

que les facilite el procedimiento que siguen para emitir los informes, ni los principios y criterios en que se basan (Grupo de Expertos, 2012). Incluso aunque quisiesen amoldarse a los criterios de los *proxy advisors*, según dicen, no tienen suficiente acceso a la información de estos para poder hacerlo. Esto, sin duda, supone una situación de bloqueo que debería solucionarse mediante la imposición de obligaciones respecto a la transparencia del proceso de formación de las decisiones de los *proxys*.

8.5. Reguladores *de facto*.

No podemos discutir, e incluso hemos defendido, la potenciación del seguimiento de buenas prácticas sobre gobierno corporativo que implican las actividades desarrolladas por los *proxy advisors*. En el epígrafe 7.2. de nuestro estudio hemos detallado en que formas se manifiesta esta influencia, y las consecuencias positivas de lo mismo en el ámbito del gobierno corporativo. No obstante lo anterior, los *proxy advisors* exigen el cumplimiento, por parte de las compañías emisoras, de las prácticas que, a su juicio, son acordes con el buen gobierno corporativo (Hernández, 2016). Y puesto que los clientes de los *proxys* suelen seguir ciegamente las recomendaciones, los criterios de estos últimos se suelen imponer (Rose, 2011).

La situación resultante es que las compañías emisoras se ven obligadas a cumplir con los criterios de los *proxy advisors*, debido al poder de sus recomendaciones de voto. Por ello, las empresas no solo deben cumplimentar las exigencias de la ley y de los códigos de gobierno corporativo de su normativa, sino que también están forzados a respetar una nueva fuente normativa, los asesores de voto. De este modo, se convierten en reguladores *de facto*, al tener suficiente influencia como para hacer que se sigan sus reglas respecto a las decisiones que se toman en las empresas (Rose, 2011).

8.6. Ausencia de responsabilidad.

El poder que tienen los *proxy advisors* es de considerable importancia. En muchas ocasiones, y tal y como venimos diciendo durante todo el trabajo, los asesores de voto tienen la facultad de decidir sobre el voto que van a emitir los inversores institucionales a los que prestan sus servicios, que siguen de forma ciega los criterios expuestos por sus

proxys. Por ello, se critica el hecho de que el poder de decisión sobre los asuntos que se deliberan en las juntas generales, en muchas ocasiones asuntos crucial importancia, recaiga materialmente en manos de los *proxy advisors*, que no tienen vinculación directa con el voto emitido (Gallego, 2014).

Y por si no fuera suficiente el poder que tienen sobre asuntos de los que no son beneficiarios ni pueden quedar perjudicados, sucede que no existe responsabilidad de los *proxys* por recomendaciones de voto improcedentes o que causasen algún perjuicio a la sociedad emisora o al inversor institucional (Choi et al., 2009). La posible responsabilidad estaría sujeta a una actividad probatoria que se muestra casi imposible, por lo que tienen una condición de casi inmunidad.

9. CONCLUSIONES.

Llegados a esto punto, y a la luz de todo lo estudiado a lo largo del trabajo, vamos a cerrarlo mediante la elaboración de un juicio crítico que nos permita sintetizar la situación actual de la figura de los *proxy advisors*, así como la perspectiva de futuro que existe en torno a este tema.

Para la elaboración de estas conclusiones, vamos a realizar en primer lugar una propuesta normativa en consonancia con los conflictos existentes sobre la actividad de los asesores de voto, así como la ausencia de regulación. Por otro lado, vamos a lanzar una opinión sobre el futuro que depara al mercado de *proxy advising*.

9.1. Propuesta normativa.

Debemos volver a hablar del epígrafe cuatro, para así volver a centrar nuestra atención en la realidad normativa de los asesores de voto, siendo ésta la inexistencia de un régimen normativo que trate la materia. Por ello, y visto el posible futuro de estas figuras, parece necesario ir planteando la posibilidad de afrontar este asunto.

Es cierto que ya ha existido alguna iniciativa por parte de los órganos de la Unión Europea por regular a estos asesores en ciertos contextos (Directiva 2017/828). Esta solución, a nuestro juicio, no es suficiente para dar respuesta al problema. Se trata, la actividad de

asesoramiento de voto, de un servicio que está rodeado de numerosas cuestiones controvertidas, como ya hemos visto. Por todo eso es necesario que las autoridades reguladoras tomen partido y traten de dar solución, mediante ley, a cada uno de los temas polémicos que así lo requieran.

Son varias las alternativas existentes de cara a la regulación de los *proxy advisors*, y sobre ellas se ha debatido frecuentemente. No obstante, las autoridades no parecen aclararse sobre el asunto, proponiendo incluso que la autorregulación es, de momento, una medida suficiente. Sin embargo, tal y como Gallego (2014) en su propuesta normativa, los escándalos que ha habido en numerosas ocasiones con proveedores de servicios (como es el caso de las agencias de *rating*) llevan a pensar que la ausencia de una regulación expresa para la actividad de los asesores de voto puede ser un error que conduzca a indeseables resultados. Esta necesidad se acentúa, repetimos, por los numerosos temas conflictivos que atañen a los *proxys*.

Por ello, otra vez coincidiendo con la opinión de Gallego (2014) al respecto, y en contraposición de lo que el Grupo de Expertos. (2012) propone en su informe, consideramos que se debe crear un texto normativo por parte del legislador que contemple el régimen de los asesores de voto, tratando de no limitar con él el libre ejercicio de la actividad de asesoramiento.

En esta hipotética regulación debería tratarse de poner fin, o al menos de controlar, las distintas situaciones polémicas que hemos desarrollado al hablar de la problemática en torno a los asesores de voto.

La cuestión sería ahora, de decidir efectivamente regular a los *proxy advisors*, si hacerlo con normativa de carácter nacional o internacional. Teniendo en cuenta la globalización de los mercados y el aumento de las inversiones transfronterizas, lo ideal sería una regulación común. Aun así, esto parece algo idílico e improbable. Si sería aconsejable una regulación común, o al menos con unas bases comunes, en el marco de la Unión Europea, y los posteriores acuerdos con Estados Unidos y otros países extracomunitarios.

9.2. Tendencia futura en *proxy advisors*.

El futuro de los asesores de voto, influenciado en parte por su reciente llegada a los mercados financieros, es en cierto modo una incógnita. A modo de cierre de este trabajo vamos a exponer lo que, a nuestro juicio, será el futuro de los *proxy advisors* y su actividad de asesoramiento de voto.

Como ya hemos explicado, y teniendo en cuenta la situación actual, la aparición de una regulación para los *proxys* llegará tarde o temprano. Muy probablemente, esta normativa (que aparecerá en los distintos países) contribuirá a poner fin a los problemas que rodean la actividad de los asesores de voto. De este modo, consideramos que la situación duopolística como tal acabará, ya que la proliferación de nuevos *proxys* es un hecho. Además, las exigencias sobre transparencia y responsabilidad en la emisión de sus recomendaciones será una realidad para los *proxy advisors*, convirtiendo el mercado de asesoramiento de voto en un mercado mucho más competitivo. El resultado será, muy posiblemente, un mejor desarrollo del *proxy advising*, de forma que el problema de la baja calidad de recomendaciones de voto también se verá reducido.

Pero, además de los cambios que creemos que se acabarán produciendo, el futuro a corto plazo de los *proxy advisors* parece ser el de aumento de su importancia y su presencia en los mercados, potenciado por la tendencia a concentración de las acciones de las compañías cotizadas por parte de los inversores institucionales. Posiblemente acaben incluso desempeñando más funciones de asesoramiento en otras materias que no sean de voto, en concordancia con su influencia.

Por todo esto, habrá que seguir muy de cerca a los asesores de voto puesto que, sin ninguna duda, van a ser de ahora en adelante pieza clave para el desarrollo del gobierno corporativo en todas las empresas y mercados.

IV. BIBLIOGRAFÍA

- Belifanti, T. (2009). Las entidades de crédito en los fondos de pensiones y su participación en las sociedades cotizadas. *Stan. J.L. Bus & Fin.*, 2008-2009, pp. 384-439.

- CNMV (2016). *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio cumplir o explicar*. CNMV, 15 de julio de 2016. Recuperado el 1 de abril de 2019 en:
<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/GuiaCumplirExplicar.pdf>

- Comisión Europea. (2010). *Libro Verde: el gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración, de 2/6/2010*.

- Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo , al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo - un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas.Estrasburgo, 12/12/2012

- Cuervo, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control, *Corporate Governance: An International Review* , Vol.10, No.2, pp.84-93.

- Choi, S., Fisch, J., & Kahan, M. (2009). The power of proxy advisors: myth or reality? *Emory Law Journal*, n° 59, pp. 869-918.

- De Andrés Alonso, P., & Santamaría Mariscal, M. (2010). Un paseo por el concepto de gobierno corporativo. *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, mayo-agosto, vol.2, núm. 2, pp 15-34.

- 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.
- Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.
- Ferruz Agudo, L., Marco Sanjuán, I., & Acero Fraile, I. (2010). Códigos de buen gobierno: un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso español. *Revista de ciencias sociales*, núm. 46.
- Gallego Córcoles, A. (2014). *Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas* (Revista de Derecho de Sociedades. Monografía núm. 42). Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J.P. (2009). Corporate governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. *Corporate governance: An International Review*, Vol. 17 No. 5, pp. 594-610.
- Garcimartín Alférez, F. (2006). La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto. *Revista de derecho de Sociedades*, núm. 26, pp. 203-217.
- Grupo de Expertos (2012). *Documento elaborado por el Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los “proxy advisors” en relación con los emisores españoles* (respuesta al DP-ESMA), CNMV, 16 de abril de 2012. Recuperado el 3 de abril de 2019, de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>.

- Hernández Peñasco, R. (2013). El voto transfronterizo mediante intermediario financiero: el artículo 524 de la Ley de Sociedades de Capital. *Revista de derecho de Sociedades*, núm. 40, pp. 245-271.
- Hernández Peñasco, R. (2016). Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. *Revista de derecho de Sociedades*, núm. 48, pp. 213-241.
- Larcker, D.F., McCall, A.L., & Tayan, B. (2013, febrero). And Then a Miracle Happens!: How do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations? *Stanford Closer Look Series*.
- Lizcano, J.L. (2006, noviembre). Buen gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa. *Partida Doble*, núm.182, pp. 20-35.
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- OCDE (2004). *Principles of corporate governance*. OECD. Recuperado el 2 de abril de <http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>.
- Pozen, R. (1994). Las agencias de calificación crediticia y los proxy advisors. *Harv. Bus. Rev.*, vol. 72, núm. 1, pp. 140-149.
- PriceWaterhouseCoopers (2013). *Proxy advisors. ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?* PWC, mayo de 2013. Recuperado el 3 de abril de 2019 de <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>.
- Puentes Poyatos, R., Velasco Gámez, M.M., & Vilar Hernández, J. (2009). El buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas revesco. *Revista de Estudios Cooperativos*, núm. 98, pp. 118-140.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

- Real Decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- Roncero Sánchez, A. (2008). El deber de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera de un inversor institucional. *Noticias de la Unión Europea*, núm. 283, pp. 101-112.
- Rose, P. (2011). On the role and regulation of proxy advisors. *Michigan Law Review First Impressions*, núm. 109, pp. 62-68.
- Tringali, G., Ferré, M., Barsacq, T., Centeno, L., & Armero, C. (2017). La gestión de los Proxy Advisors y su impacto en el buen gobierno corporativo [Working Paper N° 5]. *Global Corporation Center*.
- Verdam, A. (2006) *An exploration of the role of Proxy Advisors in Proxy Voting*, SSRN, 9 de abril de 2017. Recuperado el 1 de abril de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835.