



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **¿POR QUÉ HA AUMENTADO TANTO LA INDUSTRIA DE LOS *PROXY ADVISORS*?**

Autor: Rita Díez Martín

Director: María Paloma Bilbao Calabuig

MADRID | Abril 2020

# **¿POR QUÉ HA INCREMENTADO TANTO LA INDUSTRIA DE LOS PROXY ADVISORS?**

|   |                  |
|---|------------------|
| <b><u>1. INTRODUCCIÓN.....</u></b>  | <b><u>7</u></b>  |
| <b><u>2. DEFINICIONES Y TEORÍAS FUNDAMENTALES DE LOS PROXY ADVISORS .....</u></b>   | <b><u>10</u></b> |
| 2.1. INVERSORES INSTITUCIONALES .....   | 10               |
| 2.1.1. DEFINICIÓN .....   | 10               |
| 2.1.2. SURGIMIENTO Y EVOLUCIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES .....  | 12               |
| 2.2. RELACIÓN GOBIERNO CORPORATIVO E INVERSORES INSTITUCIONALES.....  | 13               |
| 2.2.1. TEORÍA FUNDAMENTAL SOBRE LA RELACIÓN ENTRE INVERSORES INSTITUCIONALES Y EL GOBIERNO CORPORATIVO. TEORÍA DE AGENCIA. .... | 16               |
| 2.3. EL <i>PROXY ADVISOR</i> O PROVEEDOR DE SERVICIOS DE VOTO.....  | 18               |
| 2.3.1. DEFINICIÓN .....   | 18               |
| 2.3.2. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i> .....   | 20               |
| 2.3.3. ENTIDADES CON LAS QUE CONVIVEN LOS <i>PROXY ADVISORS</i> .....   | 21               |
| 2.3.4. INDUSTRIA DE LOS PROXY ADVISORS EN ESPAÑA .....  | 23               |
| <b><u>3. FACTORES QUE EXPLICAN EL RÁPIDO CRECIMIENTO DE LOS PROXY ADVISORS .....</u></b>  | <b><u>25</u></b> |
| 3.1. OBLIGACIONES DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES RELACIONADAS CON LOS DERECHOS POLÍTICOS .....                               | 25               |
| 3.2. EJERCICIO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS POR PARTE DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES.....                                       | 28               |
| 3.3. LOS <i>PROXY ADVISORS</i> Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EXTRANJEROS.....  | 30               |
| 3.4. INCREMENTO DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i> .....  | 31               |
| <b><u>4. FACTORES QUE DEBERÍAN IMPEDIR EL RÁPIDO CRECIMIENTO DE LOS PROXY ADVISORS.....</u></b>                                 | <b><u>34</u></b> |
| 4.1. IMPACTO DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i> EN EL GOBIERNO CORPORATIVO .....  | 34               |
| 4.1.1. IMPACTO DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i> EN EL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA ..   | 36               |

|                                    |                  |
|------------------------------------|------------------|
| 4.2. CONFLICTOS DE INTERÉS .....   | 37               |
| <b><u>5. CONCLUSIÓN.....</u></b>   | <b><u>43</u></b> |
| <b><u>6. REFERENCIAS .....</u></b> | <b><u>45</u></b> |

## ÍNDICE DE REFERENCIAS

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Figura 1: Proceso para definir el sentido de voto de los inversores institucionales en España .....</b> | <b>23</b> |
|--|-----------|

**RESUMEN:** Los inversores institucionales son instituciones financieras que canalizan la inversión de una pluralidad de sujetos en un número muy alto de sociedades cotizadas. Los inversores institucionales deben ejercitar los derechos de voto en todas las sociedades en que invierten, pero, el sentido del voto debe en todo caso representar los intereses de los propietarios de los activos invertidos (*Asset Owners*). Sin embargo, realizar esta tarea diligentemente conlleva unos costes muy altos. Los *Proxy Advisors* proporcionan servicios de asesoramiento de voto, lo que reduce estos costes y resulta muy interesante para los inversores institucionales. En este sentido, la industria de los *Proxy Advisors* ha cobrado gran importancia en el gobierno corporativo de las entidades emisoras, en el que influyen a través de las directrices sobre el sentido de voto y a través de las clasificaciones del gobierno corporativo. El problema es que este impacto en ocasiones es negativo para la entidad emisora, pues en ocasiones trata de adaptar su actuación a los principios establecidos por los *Proxy Advisors*, sin que esta sea muchas veces la mejor opción. Además, los proveedores de servicios de voto, no son responsables de su actuación, ya que lo que ofrecen son meros consejos o recomendaciones, siendo la responsabilidad última del inversor institucional, aunque el que haya actuado de forma poco transparente y subjetiva sea el *Proxy Advisor*.

**PALABRAS CLAVE:** *Proxy Advisor*, inversor institucional, gobierno corporativo, derecho de voto, sociedad emisora, *Asset Owners*, conflicto de interés.

**ABSTRACT:** *Institutional investors are financial institutions that channel the investment of a plurality of individuals in a very large number of listed companies. Institutional investors must exercise voting rights in all the companies in which they invest, but their voting behaviour must always represent the interests of the owners of the invested assets (Asset Owners). However, performing this task diligently entails very high costs. Proxy Advisors provide voting advisory services, which reduce these costs and is of great interest to institutional investors. In this respect, the Proxy Advisor industry has become very important in the corporate governance of issuers, which it influences through voting guidelines and corporate governance rankings. The problem is that this impact is sometimes negative for the issuing entity, as it sometimes tries to adapt its actions to the principles established by the Proxy Advisors, which is often not the best option. Moreover, the voting service providers are not responsible for their actions, as what they offer is merely advice or recommendations, the ultimate responsibility being that of the*

*institutional investor, even if it is the Proxy Advisor who has acted in a non-transparent and subjective manner.*

**KEY WORDS:** *Proxy Advisor, institutional investor, corporate governance, voting rights, issuing company, Asset Owners, conflict of interest.*

## 1. INTRODUCCIÓN

La industria de los *Proxy Advisors* o proveedores de servicios de voto ha incrementado mucho en los últimos años. El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es estudiar y analizar las razones que hay detrás de este crecimiento, así como su impacto sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Pero, ¿qué son los *Proxy Advisors*? Estos son asesores de voto contratados por los inversores institucionales. ¿Y qué son los inversores institucionales? Bien, estos son instituciones financieras que canalizan la inversión de una pluralidad de personas y se caracterizan porque su cartera de inversiones está formada por un número muy alto de sociedades cotizadas. En este sentido, los inversores institucionales, tienen una serie de derechos asociados a la cualidad de accionistas. Así, uno de estos derechos es el ejercicio del derecho de voto, que debe ejercitarse de manera que se representen los intereses de los propietarios de los activos aportados al inversor institucional. Aquí es donde cobran especial importancia los *Proxy Advisors*.

Variados académicos y profesionales han estudiado diversos aspectos relacionados con el objetivo de este Trabajo de Fin de Grado. Entre ellos, me gustaría destacar los siguientes:

- Calluzzo, P & Dudley, E. (2018). *The real effects of Proxy Advisors on the firm*.
- CNMV. 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*.
- Tuch, AF. (2019). *Proxy Advisor Influence in a Comparative Light*.
- Hernández Peñasco, R. (2016). *Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas*.
- Li, T. (2013). *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*.

Sin embargo, estos artículos han analizado aspectos tangenciales a la problemática planteada en este trabajo. En este sentido, para responder a la pregunta que se plantea, se

han analizado las figuras directamente relacionadas con los *Proxy Advisors*, estudiando qué aspectos los llevan a demandar los servicios que ofrecen los proveedores de voto.

Para la elaboración de este trabajo se ha llevado a cabo una revisión sistemática de la literatura con el fin de dar respuesta a la pregunta planteada. Para ello, se ha seguido un proceso de selección sistemático de los distintos artículos académicos. Debido a que gran parte de la literatura sobre el tema se centra en aspectos relacionados con la pregunta a la que daremos respuesta, se ha introducido el siguiente conjunto de palabras en clave de búsqueda: “Rol de los *Proxy Advisors* en las sociedades cotizadas”, “Influencia de los *Proxy Advisors*”, “Los inversores institucionales y el gobierno corporativo”. De los resultados, se cogieron solo las publicaciones académicas, tanto en inglés como en español, publicadas entre 2003 y 2021.

La búsqueda se realizó en varias fases. La primera consistió en leer los resúmenes de todos los artículos obtenidos con la anterior búsqueda, para seleccionar los artículos que podían contribuir a dar respuesta a la pregunta planteada. Una vez seleccionados los artículos, estos se leyeron detenidamente. En la segunda etapa, se introdujo el siguiente conjunto de palabras en clave de búsqueda: “impacto de los *Proxy Advisors* en el gobierno corporativo”, “conflictos de interés de los *Proxy Advisors*”. Para seleccionar los artículos estudiados se siguió el mismo proceso que en la primera fase. Seleccionados los artículos académicos, primero se procedió a una revisión sistemática de artículos sobre la figura del inversor institucional, su evolución y su influencia en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en que participan. Más adelante, se procedió al análisis de la figura del *Proxy Advisor*, su relación con el inversor institucional y el gobierno corporativo, así como la posibilidad que tenían los asesores de voto de incurrir en conflictos de interés. Finalmente, para estudiar el impacto de los *Proxy Advisors* en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, se analizaron sucesivos estudios estadísticos al respecto. Una vez analizadas todas estas cuestiones, se procedió a extraer las conclusiones oportunas sobre el incremento de la industria de los *Proxy Advisors*, y a estructurar dichas conclusiones de forma que quedara clara su exposición.

Así, este trabajo contribuirá a la literatura sobre los *Proxy Advisors*, el gobierno corporativo y los inversores institucionales.

El presente trabajo abordará en primer lugar las distintas figuras con las que conviven los *Proxy Advisors*, con el fin de entender en profundidad las actividades que realizan los proveedores de servicios de voto, así como la importancia de esta figura en materias de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. En segundo lugar, se analizarán los factores que han contribuido al incremento de la industria. Y, por último, se estudiarán los factores por los que debe limitarse el crecimiento de los *Proxy Advisors*.

## **2. DEFINICIONES Y TEORÍAS FUNDAMENTALES DE LOS PROXY ADVISORS**

### **2.1. Inversores Institucionales**

#### **2.1.1. Definición**

Los inversores institucionales son aquellas instituciones financieras especializadas que canalizan la inversión de una pluralidad de personas (*Asset Owners*), asumiendo la gestión de sus inversiones. Así, los inversores institucionales gestionan el ahorro de algunos inversores, con los objetivos de riesgo aceptable, maximización de la rentabilidad y vencimiento de créditos (Philip Davis & Steil, 2001). Estos inversores (*Asset Owners*), pueden ser: los fondos de pensiones, los fondos de inversión, las compañías aseguradoras, las entidades de crédito y las sociedades de crédito. Esto les permite realizar importantes inversiones diversificadas (CNMV, 2012).

En este sentido, los inversores institucionales suponen una mayor concentración de la propiedad en las empresas, lo que incrementa su influencia sobre las mismas y los diferencia de los inversores individuales. Los inversores institucionales pretenden maximizar la rentabilidad de las inversiones de sus clientes (*Asset Owners*), en función de los objetivos y políticas de inversión (Bolaños Hervás, Bilbao Calabuig, 2020). Además, debemos tener en cuenta que las características principales de los inversores institucionales (CNMV, 2012), son:

- preservar la mayor liquidez posible y
- diversificar el riesgo de las inversiones.

Con el fin de preservar una mayor *liquidez*, los inversores institucionales suelen invertir en porcentajes poco significativos en las sociedades cotizadas. Esto se debe, en primer lugar, a que estos inversores deben atender a las órdenes de suscripción, movilización y reembolso de los inversores a los que representan, lo que impide a las gestoras diseñar estrategias a medio o largo plazo de permanencia en las entidades emisoras, además de impedir su involucración en la toma de decisiones. Por otro lado, los inversores institucionales, tratan de evitar que, en el caso de desinversión, ésta no implique una

pérdida de valor de la acción, que perjudicaría la liquidez de su participación. Por su parte, la legislación española prohíbe que este tipo de inversores pueda llegar a tener control directo o indirecto en las entidades en las que invierten, además se prohíbe que influyan notablemente en los emisores. (CNMV, 2012). Sin embargo, a pesar de no llegar a tener el control directo o indirecto, estas entidades ejercen una influencia muy significativa y su peso es considerablemente mayor que el que tendrían sus partícipes si actuaran individualmente.

La *diversificación del riesgo* implica que su cartera de inversiones esté formada por un número muy alto de sociedades cotizadas.

Conviene precisar, que los inversores institucionales son instrumentos financieros de inversión, comercializados por sociedades de gestión o *Asset Managers*. Los *Asset Managers*, pueden gestionar varios inversores institucionales o ser creados para un único inversor institucional.

Las sociedades de gestión colectiva de carteras (*Asset Managers*), son aquellas empresas que ofrecen servicios de inversión, comentadas *ut supra*. Así, estas sociedades de gestión de carteras incluyen a los inversores institucionales, pues éstos gestionan el capital de muchos pequeños inversores (*Asset Owners*). A nivel europeo, estas sociedades de gestión colectiva de carteras se conocen como Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (“OICVM”). Por otro lado, los partícipes son aquellas personas físicas o jurídicas titulares de una o más participaciones de una sociedad de gestión colectiva de carteras.

Finalmente, debemos tener en cuenta, que los inversores institucionales deben actuar siempre en beneficio de sus clientes, los *Asset Owners*. Por tanto, todas sus decisiones deben buscar maximizar la rentabilidad de las inversiones que llevan a cabo, así como defender sus intereses en las compañías emisoras.

### **2.1.2. Surgimiento y evolución de los inversores institucionales**

Los inversores institucionales han nacido en un contexto que ha caracterizado su evolución y desarrollo. Así, este contexto está marcado por: (i) un crecimiento espectacular de los mercados financieros internacionales desde finales de los años 70; (ii) la acumulación de activos financieros que presentan un carácter ficticio, debido al crecimiento de la liquidez internacional de finales de los años ochenta que ha propiciado que los mercados financieros desborden el valor de las variables económicas; (iii) la apertura financiera de las distintas economías nacionales, que ha permitido la desconexión entre el ahorro en la inversión nacional y ha facilitado los movimientos transfronterizos, convirtiéndose en un mercado financiero mundial, con procesos de transacción y valorización a escala global; (iv) la transformación de los sistemas bancarios nacionales hacia una privatización; (v) finalmente, las crecientes imperfecciones de los mercados financieros, debidas a las asimetrías en la información entre acreedores y deudores, han llevado a que exista gran incertidumbre acerca de la estabilidad de los mercados financieros internacionales (Medialdea García & Álvarez Peralta, 2008). Todos estos factores han configurado un nuevo contexto financiero internacional basado en:

- Una política económica que garantiza los rendimientos financieros de los mercados internacionales de capitales
- Las empresas, hogares y Administraciones Públicas buscan una financiación fundamentalmente líquida y basada en la obtención de rendimientos a corto plazo.
- Un nuevo modelo de gestión empresarial y como consecuencia, nuevas estrategias empresariales.

Por tanto, estos factores y el nuevo contexto financiero internacional, han propiciado el nacimiento de los inversores institucionales. Sin embargo, su crecimiento se debe a dos factores fundamentales.

En primer lugar, el incremento de los fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida y los fondos de inversión han llevado a una institucionalización del ahorro. Como consecuencia, esta institucionalización del ahorro ha supuesto que cada vez más hogares

confíen sus ahorros a gestores profesionales de carteras, en vez de invertir ellos directamente en los mercados de valores o mantenerse en depósitos bancarios (Philip Davis & Steil, 2001).

En segundo lugar, la dispersión de la propiedad que hay en las grandes empresas ha llevado a que los inversores individuales percibieran que el valor de su voto contaba muy poco en las votaciones a las propuestas de la Junta General de Accionistas. La consecuencia inmediata fue que decidieran no votar o a ceder su voto. Esta dispersión de los accionistas llevó al aumento exponencial de los inversores institucionales, ya que estos se caracterizan por una diversificación de bajo coste (frente a un coste que sería mucho mayor para los inversores en caso de actuar individualmente) y fomentan un tratamiento fiscal y normativo favorable. (Bebchuck, Cohen & Hirst, 2017).

## **2.2.Relación gobierno corporativo e inversores institucionales**

El gobierno corporativo, es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas, así como el sistema por el que se regulan las relaciones entre la junta directiva de una empresa, el consejo de administración, los accionistas y las partes interesadas (Comisión Europea, 2011)

Las decisiones de gobierno corporativo son tomadas por el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas de las sociedades y están influidas por los inversores institucionales. En este sentido, en las sociedades con escaso número de accionistas el esquema que se sigue es el siguiente (Hernández Peñasco, 2016):

- Junta General de Accionistas: órgano deliberante que reúne a los socios y que expresa con sus acuerdos la voluntad social
- Consejo de Administración: órgano ejecutivo encargado de la gestión y representación social.

Sin embargo, en las sociedades cotizadas, ocurría que era el Consejo de Administración quien tomaba las decisiones. Esto tenía lugar debido a que había gran dispersión de los accionistas, lo que implicaba que el voto de los accionistas considerados individualmente tuviera un valor limitado. Así, los accionistas empezaron a mostrar gran desinterés en

ejercer sus derechos políticos. Ese desinterés llevó a que los administradores pasaran a tener un poder prácticamente absoluto a la hora de formar la voluntad social y decidir sobre la marcha de la sociedad. Así, hubo una separación entre propiedad y gestión.

Sin embargo, en los últimos años ha tenido lugar un cambio de poder en la toma de decisiones de algunas sociedades cotizadas. Este fenómeno puede denominarse, activismo de los inversores institucionales, que se define como el medio de control que tienen los inversores institucionales y los accionistas en bloque del Consejo de Administración de las sociedades en las que participan (Arcudia Hernández, CE, 2011). En este sentido, los inversores institucionales, con el fin de controlar el gobierno corporativo, pueden tomar algunas de las siguientes medidas: venta de las acciones de la compañía emisora, lo que puede producir una caída en el valor de la acción de la compañía en que participan; el rechazo a adquirir nuevas acciones o a suscribir nuevas acciones, en caso de un aumento del capital; el ejercicio de los derechos políticos para obstaculizar los cambios propuestos por el Consejo de administración, entre otras cosas (Olcese Santoja, 2005).

Además, tal como se precisó *ut supra*, son los inversores institucionales y accionistas en bloque quienes tienen un gran capital en la sociedad participada y quienes pueden ejercer presión sobre las decisiones estratégicas tomadas por el Consejo de Administración como, por ejemplo, decisiones sobre la distribución del capital, nuevas inversiones que deba llevar a cabo la sociedad, sugerir nuevos consejeros o proponer cambios en la composición y diversidad del consejo, evaluación de las estrategias y rendimiento del consejo, etc. (Hernández Peñasco, 2016). Esto ocurre en el caso de los inversores institucionales, a pesar de que la normativa les impida tener el control directo, ya que aun sin tenerlo, su participación tiene gran peso en las sociedades en que participan.

En definitiva, los inversores institucionales tienen un gran peso en el gobierno corporativo de las sociedades en que participan. Además, no debemos olvidar que las decisiones del gobierno corporativo que toman los inversores institucionales deben ser en todo caso en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*). Esto beneficia a los inversores individuales que invierten en la sociedad emisora, ya que sus intereses y los de los clientes de los inversores institucionales (*Asset Owners*) suelen coincidir. (Olcese Santoja, 2005).

Sin embargo, para tomar estas decisiones y participar activamente en el gobierno corporativo de las empresas en que participan, y actuar en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*), deben hacer frente a una serie de costes, para así poder llevar a cabo un proceso de decisión adecuado. Como consecuencia, la participación de los inversores institucionales en el gobierno corporativo varía. Unos ven que la participación es una parte inherente a su actividad. Otros optan por una postura pasiva y consideran que su actividad se basa en un modelo de negocio y una estrategia de inversión que no incluye la participación activa en el gobierno corporativo. Así, para fomentar la participación de este segundo grupo, deben establecerse una serie de incentivos que lleven a asignar una serie de recursos destinados a la participación en el gobierno corporativo de la empresa, para que esta actividad forme parte de su actividad y modelo de negocio. Como incentivo, la OCDE propuso una serie de principios en los que recomienda que los inversores institucionales revelen sus políticas de gobierno corporativo (OCDE, 2016).

Por su parte, al Consejo de Administración puede interesarle, en determinados momentos, ofrecer incentivos a los inversores institucionales para que participen en el gobierno corporativo, y aprueben sus propuestas. Así, a título de ejemplo, si el Consejo de Administración está interesado en llevar a cabo la absorción de una sociedad o una diversificación de negocio, puede reducir los costes de información que tendría que soportar el inversor institucional para que éste pueda evaluar la idoneidad de la operación. En este sentido, el Consejo de Administración podría ofrecerle el análisis de negocio que ha realizado, con el fin de reducir los costes de información que tiene que soportar el inversor institucional y con ello el Consejo de Administración aumenta sus posibilidades de que su propuesta salga adelante. Al mismo tiempo, el Consejo consigue de esta forma poder apalancarse en la experiencia y conocimiento del inversor institucional, obtenido a través de la diversificación de sus inversiones.

La Unión Europea ha desarrollado una normativa de gobierno corporativo que se aplica a las empresas que cotizan en bolsa, en las que participan los inversores institucionales. Esta normativa es una combinación de legislación y normas de carácter no vinculante (*soft law*), que incluyen recomendaciones y códigos de buen gobierno corporativo. Esto, junto al cambio de esquema de las sociedades cotizadas, ha dado pie a que surja el movimiento del buen gobierno corporativo (Comisión Europea, 2011). Estas normas

unidas a los deberes fiduciarios a los que tienen que hacer frente los inversores institucionales, han contribuido a que la participación de los inversores institucionales en el gobierno corporativo haya incrementado. En los siguientes puntos se analizarán cuáles son los deberes fiduciarios a los que tienen que hacer frente los inversores institucionales, así como la forma en que pueden afrontarse los costes de información, para que su participación en el gobierno corporativo sea la adecuada.

### **2.2.1. Teoría fundamental sobre la relación entre inversores institucionales y el gobierno corporativo. Teoría de Agencia.**

Tal como lo definieron Jensen y Meckling en 1976, la relación de agencia es aquella donde una o más personas (principal) contratan a otras (agente) para que trabajen a su servicio. El accionista sería el principal y el consejo de administración sería el agente. Sin embargo, la asimetría de los flujos de información y la dificultad que tiene el accionista para verificar la actuación del Consejo de Administración, ponen en juego la alineación de los intereses entre propiedad y dirección. Esta falta de alineación de los intereses acarrea una pérdida de valor, que se considera como coste de agencia. (Sorarrain Altuna & del Orden Olasagasti, 2011). En definitiva, el coste de agencia surge debido al conflicto de interés entre el principal y el agente, lo que produce que el principal y el agente no cooperen, produciendo una pérdida de valor.

Es conveniente añadir que, tal como se ha explicado, si es el Consejo de Administración quien se encarga de la gestión ordinaria de la sociedad, y la Junta de Accionistas no realiza su labor de control por pasividad o por excesiva dispersión del capital, ocurre que la sociedad termina siendo dirigida y gestionada por el Consejo de Administración. Además, de acuerdo con esta teoría, es muy probable que los intereses de los accionistas (principal) y el Consejo de Administración (agente) no estén alineados, por lo que el Consejo de Administración es muy probable que no actúe en el mejor interés del principal (accionistas).

En otras palabras, el problema de agencia viene de que, el principal y el agente buscan satisfacer al máximo sus intereses. Además, si los accionistas (principal) no se encargan

de llevar a cabo sus labores de control, el problema se hará aún mayor, incrementando en gran medida los costes de agencia.

En este sentido, la única solución a este problema sería alinear los intereses de ambas partes. Para ello, el Consejo de Administración debe tener una serie de incentivos que le ayuden a encontrar su máxima satisfacción en los buenos resultados de la empresa. Por su parte, los accionistas, reunidos en Junta General de Accionistas, deberán llevar a cabo las labores de control al órgano de administración. Estas tareas de control, sin embargo, implicarán un mayor coste para los accionistas. (Pedrosa Lorente, M., 2016). Sin embargo, el coste que conllevan las tareas de control, no es tan alto como los costes de agencia que debe soportar la empresa, en caso de que los intereses del principal y el agente no se encuentren alineados.

Concretamente, los inversores institucionales juegan un rol fundamental en el control a los administradores, sin embargo, en muchas ocasiones, no encuentran atractivo ejercer dicho control ya que carecen de incentivos, para controlar o participar en el Consejo de Administración. Esto se debe principalmente a la falta de alineación de intereses de ambas partes. Además, en el caso de los inversores institucionales, éstos asumen el coste total de realizar actividades de administración, sin obtener apenas beneficios por las mismas. Por otro lado, los inversores institucionales en ocasiones pueden guiarse por los intereses propios que tienen en relación a una determinada empresa en la que participan. En este sentido, la mejor forma de reducir los problemas de agencia relacionados con los inversores institucionales (principal) y el Consejo de Administración (agente), es a través de incentivos para estos inversores de manera que sea más atractiva su participación en la marcha de la empresa (Bebchuck, Cohen & Hirst, 2017). En este sentido, estos incentivos, deben hacerse a través de marcos normativos adecuados (Arcudia Hernández, 2012).

El voto de los accionistas, es la herramienta principal que tienen los inversores institucionales para reducir los costes de agencia (Sauerwald, van Oosterhout, Van Essen & Peng, 2018). En este sentido, cuando los accionistas votan en contra de las propuestas del Consejo de Administración por ser contrarias a sus propios intereses, ya están ejerciendo esas labores de control, necesarias para reducir los costes de agencia. Sin embargo, en muchas ocasiones, es poco atractivo para los accionistas ejercitar sus

derechos de voto de forma eficaz, ya que les supone unos costes muy altos, que tienen que ser soportados por ellos mismos.

En definitiva, la mejor forma de conseguir que los inversores institucionales lleven a cabo las labores de control al consejo de administración que tienen encomendadas, es a través de incentivos que hagan más atractivas estas actividades de control. Además, los costes de agencia se reducirán, si los costes que tienen que soportar los inversores institucionales para ejercer las tareas de control se reducen. En este sentido, la figura de los *Proxy Advisors*, que se estudiará en el siguiente punto, resulta muy interesante.

### **2.3.El Proxy Advisor o proveedor de servicios de voto**

Los inversores institucionales deben participar en el gobierno corporativo de las empresas en que invierten, pero siempre en beneficio exclusivo de los inversores a los que representan. Sin embargo, la participación de los inversores institucionales supone unos costes.

En este sentido, los inversores institucionales deben destinar parte de sus recursos a llevar a cabo un seguimiento adecuado de la marcha de todas las empresas en que participan, garantizar el ejercicio de los derechos políticos en las empresas en que participan, y ser transparentes, es decir, publicar sus políticas de implicación, su política de inversión y el sentido de su voto, y los motivos que han llevado a ese sentido. También es cierto que este seguimiento sobre la marcha de las empresas en que participan resulta fundamental para maximizar la rentabilidad a sus inversores.

#### **2.3.1. Definición**

Los *Proxy Advisors* o proveedores de servicios de voto son entidades que se dedican a analizar las propuestas de acuerdos hechas por el Consejo de Administración a la Junta General de Accionistas, así como a elaborar recomendaciones de voto en relación a las propuestas. Los destinatarios de estos análisis son los inversores (principalmente, inversores institucionales), que contratan sus servicios.

Por tanto, podemos decir, que los *Proxy Advisors* son intermediarios de información, que dan información a los inversores a través de las mencionadas recomendaciones de voto. (Sauerwald, van Oosterhout, Van Essen, Peng, 2018). Concretamente, se considera que el principal servicio prestado por los *Proxy Advisors*, son los servicios vinculados con el asesoramiento del ejercicio del derecho de voto, acerca de las propuestas del Consejo de Administración, en las juntas de accionistas. Así, este servicio engloba: (i) realización de informes para los inversores institucionales que facilitan el ejercicio del derecho de voto; (ii) emisión de recomendaciones de voto acerca de los puntos en el orden del día de las juntas generales de accionistas, teniendo en cuenta las directrices del inversor institucional, o en su caso, de acuerdo a las directrices del propio *proxy advisor*; (iii) diseño de directrices de voto específicas para los inversores; (iv) análisis y emisión de informes acerca de la retribución de los consejeros y altos directivos (CNMV, 2012).

Sin embargo, los servicios prestados también pueden incluir servicios accesorios, como (PWC, 2013):

- informar sobre los requisitos del ejercicio de voto en los diferentes países;
- desarrollar de plataformas software que facilitan el ejercicio del derecho de voto;
- emitir informes relativos al gobierno corporativo, así como la elaboración de *ratings* sobre los gobiernos corporativos de las entidades emisoras, lo que facilita a los inversores institucionales llevar a cabo un seguimiento de las sociedades en las que invierten;
- alertar a los inversores institucionales para los casos en que exceden los umbrales que convierte las participaciones de los mismos en participaciones significativas de las sociedades cotizadas;
- asesorar a los inversores institucionales en la elaboración de propuestas de acuerdos para someterlos a la junta de accionistas y conseguir el mayor número de votos;
- asesorar en acuerdos para la cesión temporal de los derechos de votos, y sobre en qué momento conviene recuperar esos derechos de voto;
- poner a disposición de los inversores institucionales bases de datos con información histórica relevante de la entidad emisora.

En este sentido, para realizar estas recomendaciones, los *Proxy Advisors*, se basan en criterios o políticas elaboradas por ellos mismos, basados en estándares y prácticas internacionales de buen gobierno corporativo. Las recomendaciones de voto serán a favor o en contra de las propuestas de los administradores, en función de lo alineadas que sus propuestas estén con las políticas de los *Proxy Advisors* (Hernández Peñasco, 2016). También puede darse el caso en que sean los inversores institucionales los que elaboren las propuestas de voto y se las remitan a los *Proxy Advisors* para que sean tenidas en consideración por ellos a la hora de realizar sus recomendaciones.

### **2.3.2. Características del mercado de los *Proxy Advisors***

El mercado de los *Proxy Advisors* se caracteriza por tener un alto nivel de concentración, en el que existen pocos competidores y numerosas barreras de entrada. Se trata por tanto de un oligopolio y esto se debe a dos factores principalmente: (PWC, 2013)

- Los costes: para que el servicio que prestan los *Proxy Advisors* sea rentable deben alcanzar economías de escala.
- La reputación. los inversores institucionales suelen acudir a los *Proxy Advisors* de mejor reputación, ya que consideran que son los que mejor conocen el mercado.

También es cierto que los inversores institucionales suelen contratar a más de un asesor de voto para poder contrastar tanto los informes emitidos como las recomendaciones de voto de cada uno. Esto es posible gracias a que las economías de escala permiten a los *Proxy Advisors* ofrecer precios competitivos.

Los principales operadores son Institutional Shareholder Services (“ISS”) y Glass, Lewis & Co. (“Glass Lewis”) que acumulan una cuota de Mercado del 97% en Estados Unidos. La primera, ISS es la más antigua y es la que tiene mayor cuota de mercado (61%). (Chuah, Mitchell & Tomson, 2019). Estos *Proxy Advisors* últimamente también se han extendido por Europa por medio de adquisiciones. Así, en 2015, Glass Lewis adquirió IVOX, que hasta entonces era el líder alemán en asesoramiento de voto. (Glass Lewis, 2015).

En el caso de ISS, además de ofrecer servicios de asesoramiento de voto, también ofrece servicios de consultoría a las empresas emisoras, lo que como veremos más adelante, puede llevarnos a un potencial conflicto de interés.

A nivel europeo, en el Reino Unido encontramos otros *Proxy Advisors* de menor tamaño, que también merecen ser mencionados. En primer lugar, el Servicio de Información de Voto (“IVIS”), que no emite recomendaciones de voto directas, sino que utiliza un sistema de codificación por colores, utilizado por los inversores institucionales. En segundo lugar, Pensions & Investment Research (“PIRC”), que ofrece recomendaciones de voto por delegación y servicios de participación a los inversores institucionales en cuestiones de gobierno corporativo. (Chuah, Mitchell & Tomson, 2019). Por otro lado, en Francia cabe destacar a Proxinvest.

### **2.3.3. Entidades con las que conviven los *Proxy Advisors***

#### *2.3.3.1. Proxy Solicitor*

Frente a los *Proxy Advisors*, que asesoran a los inversores institucionales acerca del ejercicio de su derecho de voto, también existen los *Proxy Solicitors* que son entidades contratadas por las entidades emisoras. Esto sucede normalmente cuando los inversores son extranjeros y se hace con el fin de: (i) facilitar a los Consejos de Administración la identificación y conocimiento de los accionistas; (ii) propiciar el diálogo con los inversores institucionales, facilitando el “*engagement*”, es decir, la implicación o involucración de los accionistas en la gestión de la compañía (PWC, 2013). En este sentido, cuanto más conozcan las entidades emisoras a sus inversores, más alineados estarán los intereses de ambas partes y más fácil será que las propuestas del Consejo salgan adelante.

Los servicios que prestan los *Proxy Solicitors* son los siguientes: (Hernández Peñasco, 2016)

- identifican al inversor transfronterizo, que suele ser de difícil acceso para la entidad emisora<sup>1</sup>
- facilitan a la entidad emisora la información transmitida por el accionista, lo que permite a la sociedad emisora comprender cuáles son las expectativas de los inversores;
- explican al accionista la información pública disponible de la entidad emisora sobre la gestión de la empresa y su gobierno corporativo, así como aclaran las dudas que puedan tener los accionistas sobre las propuestas de acuerdos sometidos a aprobación en Junta General, que lo que facilita la comunicación entre ambos;
- apoyan el ejercicio del derecho de voto por parte de los accionistas, a través de medios telemáticos (como plataformas de información y voto)
- contabilizan los votos emitidos por los accionistas, informando el sentido de voto a la entidad emisora.

En conclusión, los *Proxy Solicitors* mitigan el impacto negativo que puedan tener los *Proxy Advisors* en la entidad emisora con sus recomendaciones de voto, gracias al diálogo entre emisor e inversor y consiguiente alineamiento de los intereses de ambos.

#### 2.3.3.2.Proxy Agent

Son entidades que facilitan el ejercicio del derecho de voto de los inversores institucionales, mediante mecanismos telemáticos llamados “plataformas de información y voto”. Estas plataformas tienen una función operativa, ya que únicamente sirven para la transmisión del voto y la recepción del sentido del voto por parte de la sociedad emisora. Sin embargo, en este caso, no existe un flujo de información con el inversor. Además, existen casos en que son los propios *Proxy Advisors* los que ofrecen al inversor institucional transmitir su voto por sus propias plataformas.

Sus funciones son dos principalmente: (Hernández Peñasco, 2016)

- transmitir la información sobre la Junta de Accionistas al inversor transfronterizo

---

<sup>1</sup> Para la sociedad emisora el inversor institucional transfronterizo resulta de difícil acceso, debido a que existe una larga cadena de intermediarios financieros propia de la custodia internacional de valores (Hernández Peñasco, 2016).

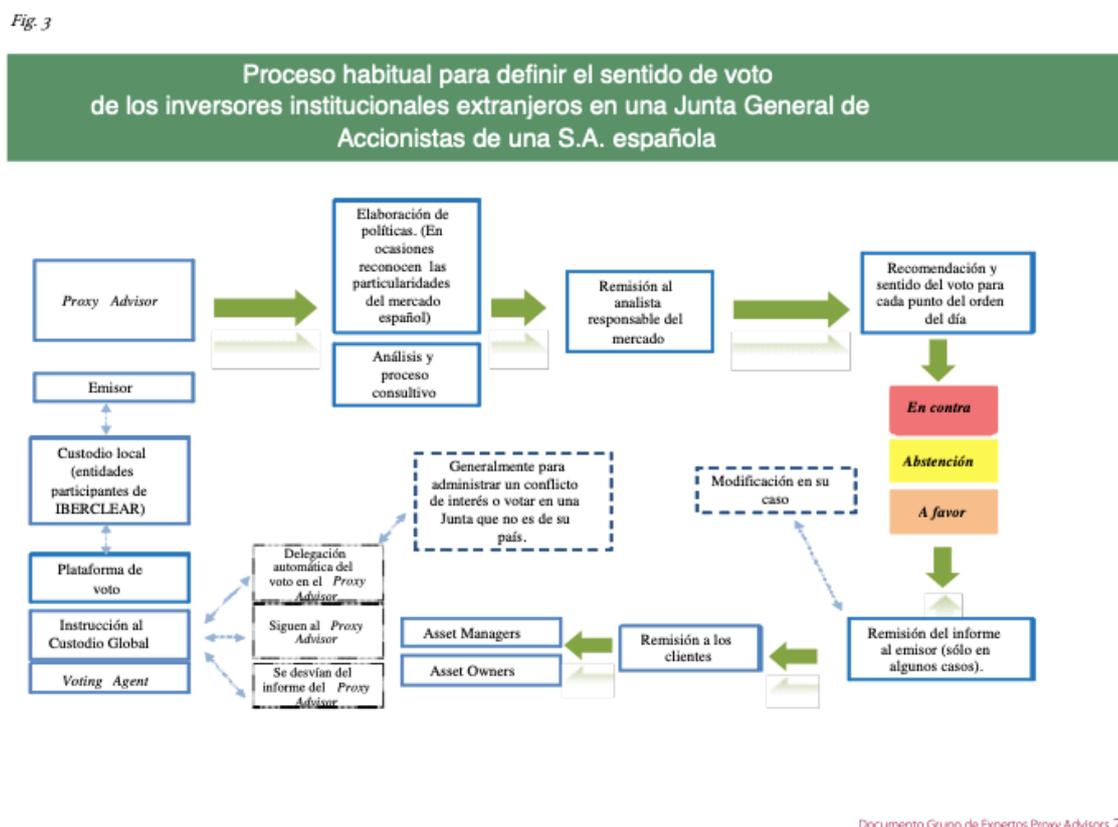
- recoger los votos de los accionistas enviándolos de forma automatizada a la entidad emisora.

### 2.3.4. Industria de los Proxy Advisors en España

En el caso de España, los que utilizan este tipo de servicios son principalmente los inversores institucionales extranjeros. Los inversores institucionales domésticos no suelen utilizar estos servicios para ejercitar sus derechos políticos, y en la mayoría de casos votan a favor de las propuestas del Consejo de Administración.

En la figura 1, puede verse la formación del sentido del voto en empresas cotizadas españolas:

Figura 1: Proceso para definir el sentido de voto de los inversores institucionales en España



Fuente: (CNMV, 2012)

En un primer momento, el asesor de voto elabora políticas, que no siempre tienen en cuenta las particularidades del mercado español (esto depende, como hemos visto, de dónde sea el *Proxy Advisor*). Simultáneamente, hacen un análisis y un proceso consultivo. Hecho esto, remiten esta información al analista que es responsable del mercado. Esto lleva a las directrices, recomendaciones y el sentido de voto para cada punto del orden del día que vaya a discutirse en la Junta General de Accionistas. El sentido de voto puede ser: en contra, a favor o abstención. Llegados a este punto, se remite (aunque sólo en ocasiones) el informe al emisor. Si se estima conveniente, pueden modificarse en este punto las recomendaciones y el sentido del voto.

Superado todo lo anterior, se remite toda esta información a los clientes, que serán *Asset Managers* y *Asset Owners*. En este sentido, debemos precisar que los *Asset Managers* son las sociedades de gestión, y los *Asset Owners*, son los que participan en el fondo de inversión con los activos de los que son propietarios. Éstos tienen tres opciones:

- Seguir los informes, recomendaciones sobre sentido de voto del *Proxy Advisor*
- Desviarse de los informes, recomendaciones sobre sentido de voto del *Proxy Advisor*
- Delegar de forma automática el voto en el *Proxy Advisor*. Esto suele darse generalmente a la hora de administrar un conflicto de interés o votar en una Junta que no es la de su país.

Una vez realizado lo anterior, debemos tener en cuenta que el voto puede emitirse a través de:

- Plataformas de voto
- Instrucciones al Custodio Global
- O a través de los explicados *Proxy Agents*

Se da traslado de estos votos a Iberclear, el Depositario Central de Valores español, que es el Custodio Local. Iberclear, se encargará de llevar a cabo la función de depósito central o registro, es decir, llevará el registro contable de los valores negociables representados por anotaciones en cuenta. Finalmente, Iberclear, transmitirá dicha información al emisor o empresa en la que participan los inversores institucionales a los que asesoran los *Proxy Advisors*.

### **3. FACTORES QUE EXPLICAN EL RÁPIDO CRECIMIENTO DE LOS PROXY ADVISORS**

El capítulo 2, se ha dedicado a analizar la figura del inversor institucional, su evolución y su relación con el gobierno corporativo de las entidades emisoras, con el objetivo de entender las razones que llevan a los inversores institucionales a demandar los servicios de los *Proxy Advisors*. Entendidos los anteriores conceptos, en este capítulo se analizarán en profundidad aquellos motivos que han hecho que la industria de los asesores de voto crezca tan rápido, y por qué cada vez se demandan más sus servicios.

#### **3.1. Obligaciones de los inversores institucionales relacionadas con los derechos políticos**

Como antecedente debemos mencionar la Ley de Seguridad de los Ingresos de los Empleados en la Jubilación de 1974 (ERISA), que es considerada como precursora del cambio en el gobierno corporativo de Estados Unidos. En este sentido, esta Ley imponía a los votantes por delegación, la obligación fiduciaria de votar de forma razonada en los asuntos que involucran los beneficios de los empleados.

Tras la aprobación de dicha ley, los inversores institucionales empezaron a participar activamente en el gobierno corporativo de las empresas para cumplir con el nuevo deber fiduciario impuesto a las votaciones por delegación. El problema era que los inversores institucionales tenían en su cartera un gran número de empresas en las que habían invertido y resultaba muy complicado poder revisar en detalle la información de cada propuesta de cada Consejo de Administración para votar de forma razonada y en beneficio de sus accionistas y clientes (*Asset Owners*) (Fagan, 2018).

Más adelante, en 2003, la *Securities Exchange Commission* (“SEC”) impuso a los inversores institucionales la obligación de transparencia y diligencia a la hora de ejercer los derechos de voto, siempre en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*). La SEC basó esta decisión en dos motivos fundamentales:

- En primer lugar, se había dado un crecimiento exponencial de los inversores institucionales en los años anteriores y su influencia en los mercados de capital había cobrado gran importancia
- En segundo lugar, millones de particulares, entre ellos, muchas familias, habían confiado sus ahorros a los inversores institucionales.

La obligación impuesta por la SEC en 2003 consistía en que los inversores institucionales debían adoptar políticas, procedimientos y estrategias que garantizaran que el ejercicio del derecho de voto velara en todo caso por los intereses de sus clientes (*Asset Owners*). Esta obligación permitía a los particulares (clientes de los inversores institucionales y *Asset Owners*) supervisar la participación de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las empresas en las que habían invertido indirectamente. (SEC, 2003).

A nivel europeo, la Comisión Europea aprobó en 2010 la Directiva 2010/43/UE, de 1 de julio de 2010. Esta Directiva establece disposiciones sobre requisitos de organización, conflictos de interés, conducta empresarial, gestión de riesgos y contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión colectiva de carteras. En otras palabras, regula las relaciones entre las sociedades de gestión colectiva de cartera y los partícipes (Comisión Europea, 2010).

La directiva establecía una serie de deberes a las sociedades de gestión, que consistían en elaborar una serie de estrategias, políticas y procedimientos para que los derechos de voto que tienen adscritos se ejercitaran en beneficio exclusivo de sus partícipes. Con el fin de que lo anterior se cumpliera, se imponía a las sociedades de gestión de carteras las siguientes obligaciones (García Roldán, 2018):

- Efectuar un seguimiento adecuado de los hechos empresariales que sean pertinentes
- Garantizar que el ejercicio del derecho de voto sea conforme a las estrategias, políticas y procedimientos establecidos.
- Gestionar los conflictos de interés que nazcan en relación a sus clientes (*Asset Owners*)

Más adelante, la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, establece una serie de requisitos relativos al ejercicio de voto de los accionistas. En concreto, nos interesa en este punto, analizar los deberes impuestos a nivel europeo, sobre la obligación que tienen los inversores institucionales de llevar a cabo una política de implicación a largo plazo (Parlamento Europeo & Consejo de la Unión Europea, 2017).

Esta directiva trata de solucionar las deficiencias existentes antes de la crisis de 2008. Antes de la mencionada crisis, los accionistas y gestores se preocupaban por el corto plazo únicamente. Esto significa que los inversores institucionales, como gestores de capital de muchos individuales, asumían riesgos excesivos que perjudicaban la productividad, la competitividad, el desarrollo económico y estabilidad del mercado laboral. Además, existía una gran falta de seguimiento e implicación de los inversores institucionales de los hechos pertinentes de las empresas emisoras en que invertían. Todo ello llevaba a que la gestión y el rendimiento no fueran los adecuados. (García Roldán, 2018).

El objetivo de la mencionada directiva es mejorar la comunicación entre los accionistas y la sociedad en la que se ha invertido o sociedad emisora. Además, la Directiva deja patente la necesidad de transparencia y de una política de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos. En este sentido, obliga a los inversores institucionales y gestores de activos a hacer pública su política de implicación, que debe contener información sobre cómo realizan su inversión en las sociedades en las invierten, a través de su web. Así, los inversores institucionales deben publicar anualmente el grado en que han aplicado su política de implicación y el sentido de su voto en las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades en las que participan. (Marco Alcalá, 2017).

En concreto, en España, los pequeños inversores tenían que convivir con accionistas significativos, que tenían participaciones mucho más significativas y por tanto percibían que su voto apenas contaba en las Juntas Generales de Accionistas. Con la aparición de los inversores institucionales la situación cambió, ya que surgió una nueva figura que permitía a estos pequeños accionistas tener sus intereses representados en el gobierno corporativo de las sociedades en que estos participaran. Esto hizo que el mercado de los inversores institucionales españoles creciera exponencialmente, ya que cada vez más pequeños inversores les empezaron a confiar sus ahorros. Con esto, los inversores

institucionales llegaron a tener gran peso en el gobierno corporativo de las empresas en las que invertían.

Este hecho llamó la atención de los reguladores españoles, lo que les llevó a imponer a los inversores institucionales una serie de deberes fiduciarios. En particular, se les impuso a los inversores institucionales la obligación de ejercitar su voto en las Juntas Generales de Accionistas de forma diligente respecto de sus partícipes o clientes (*Asset Owners*), y en beneficio e interés de los mismos (CNMV, 2012).

En concreto, en el caso de España, el legislador ha establecido en el artículo 46.1 d) de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, que “*los inversores institucionales deben ejercer el derecho de asistencia y voto en las juntas generales, a favor en exclusiva de sus partícipes, en los supuestos en que su participación tenga relevancia cuantitativa y su participación sea de carácter estable en el capital de una sociedad.*” Sin embargo, en todos los casos, aunque la participación no sea relevante, deben tener una política expresa sobre el derecho de voto, además de informar a los partícipes en relación a los derechos políticos inherentes a la inversión, justificando en todo caso el no ejercicio de voto, o el sentido del mismo (BOE, Ley 35/2003).

### **3.2. Ejercicio de los derechos políticos por parte de los inversores institucionales**

Los inversores institucionales son aquellos accionistas que se caracterizan por representar a una colectividad de inversores individuales. En este sentido, debemos distinguir entre el titular formal de las acciones, que será el inversor institucional, y el titular real, que serán los clientes (*Asset Owners*) del inversor institucional. Por tanto, los que ejercen los derechos políticos no son los que aportan capital, lo que en principio podría producir problemas (Pedrosa Lorente, 2016). Sin embargo, estos problemas se solventan a través de la obligación impuesta al inversor institucional de actuar en todo momento en el beneficio de sus clientes (*Asset Owners*), representando sus intereses y remunerando a los mismos con los beneficios obtenidos de la inversión. Es importante añadir que el inversor institucional actúa siempre en nombre propio, lo que facilita el ejercicio de los derechos políticos.

Por tanto, los intereses de los pequeños inversores están representados en el gobierno corporativo de las empresas a través de los inversores institucionales. Esto ha supuesto un gran cambio, ya que antes de que surgieran estas instituciones, los pequeños inversores apenas participaban en las Juntas Generales de Accionistas, pues, tal como se ha explicado *ut supra*, veían que su voto apenas contaba en las votaciones. Esto se debía principalmente a dos situaciones:

- En primer lugar, antes de que se diera un crecimiento exponencial de inversores institucionales, el Consejo de Administración tenía casi un poder ilimitado en el control de la dirección de la empresa, ya que los pequeños accionistas decidían, en la mayoría de los casos, no ejercer sus derechos de voto, debido a los altos costes que les suponía adquirir los conocimientos necesarios para participar de forma coherente en la gestión de la sociedad.

Así, los artículos de economistas clásicos, llegaron a la conclusión de que, en las empresas con capital disperso, y mayoritariamente en las empresas cotizadas, los accionistas son “atomistas”, y carecen de incentivos que les hagan buscar mejoras en la gobernanza de las empresas de las que tienen parte del capital. Además, por su parte, la dispersión del capital de las empresas es un fenómeno inherente al sistema. (Bebchuck, Cohen & Hirst, 2017). De aquí debemos extraer que, gracias a los inversores institucionales, las personas físicas a las que representan, tienen sus intereses representados en las Juntas Generales de Accionistas. Además, el ejercicio de su derecho a voto conforme a sus intereses tendrá mucho mayor peso que si el pequeño inversor actuara en nombre propio.

- Otra situación parecida se daba para los pequeños inversores en las sociedades en que conviven tanto pequeños accionistas como accionistas con participaciones significativas (o accionistas en bloque). En este caso, los grandes accionistas controlan al Consejo de Administración llegando incluso a nombrar ellos mismos a los miembros del Consejo. En estos casos, los accionistas minoritarios también decidirán no involucrarse en las decisiones sociales, ya que su participación tiene una relevancia mínima. (Pedrosa Lorente, 2016).

Por tanto, gracias a los inversores institucionales se solventa el problema de la irrelevancia del pequeño inversor, que a partir de ahora tendrá voz en las Juntas Generales de Accionistas a través de los inversores institucionales. Ahora bien, para que sus intereses sean representados, los inversores institucionales deben ejercer sus derechos políticos en defensa de los intereses de sus clientes (*Asset Owners*).

Otro factor a tener en cuenta eran los costes, que tenían que asumir los inversores institucionales, asociados a votar diligentemente y en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*). Inicialmente, estos asumían dichos costes únicamente cuando les reportaba algún tipo de beneficio, lo que acarrea que se tomaran decisiones cortoplacistas, llevando a fallos en la actuación del gobierno corporativo (Pedrosa Lorente, 2016). Sin embargo, adoptadas las obligaciones que fueron impuestas por los distintos órganos reguladores y que fueron explicadas en el apartado anterior, esta situación cambió notablemente. Actualmente, los inversores institucionales participan en el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten de forma informada y siempre en beneficio e interés de sus partícipes, asumiendo en todo momento los costes asociados a esta tarea.

### **3.3. Los *Proxy Advisors* y los inversores institucionales extranjeros**

Los servicios que prestan los *Proxy Advisors* resultan especialmente interesantes para inversores institucionales que invierten en empresas localizadas en distintos países. Esto es debido a que conocen bien las peculiaridades de los países en los que operan estas empresas y por tanto se reducen drásticamente los costes de información y supervisión que tendrían que soportar los inversores institucionales para votar razonadamente las propuestas del Consejo de Administración, en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*) (Fagan, 2018).

En este sentido, los *Proxy Advisors* prestan sus servicios tanto en los sistemas de gobierno corporativo basados en el mercado (Gran Bretaña y Estados Unidos) como en los sistemas basados en las relaciones (países de Europa occidental, como España, Francia o Alemania). El sistema basado en el mercado, se caracteriza por tener un accionariado muy disperso y, por tanto, la problemática gira en torno a la necesidad de establecer sistemas de control y vigilancia al Consejo de Administración. (CNMV, 2012). Por su

parte, los sistemas basados en relaciones se caracterizan porque en las sociedades existen accionistas con una participación de gran peso (accionistas en bloque), que, a diferencia de los pequeños accionistas, tienen acceso a información privilegiada, desarrollan actividades de gestión y control interno al órgano de administración. (Sauerwald, van Oosterhout, Van Essen, Peng, 2018). Así, dependiendo de dónde sean los *Proxy Advisors* harán sus recomendaciones basadas en modelos de mercado o en modelos de relaciones. Como los principios que tienen uno y otro modelo son distintos, debe tenerse en cuenta por los inversores institucionales, a la hora de contratar un *proxy advisor*. Sin embargo, esto también tiene su lado positivo, ya que si por ejemplo un inversor institucional español (con un sistema basado en las relaciones) decide invertir en una empresa de Estados Unidos (que tiene un sistema basado en el mercado), las recomendaciones que les proporcionará un *proxy advisor* americano serán muy interesantes a la hora de decidir su sentido de voto, ya que tendrá en cuenta los principios que rigen ese mercado, que el inversor institucional español probablemente desconoce.

### **3.4. Incremento de los *Proxy Advisors***

Todo lo analizado *ut supra*, nos lleva a detallar cuáles son los motivos, por los que la industria de los *Proxy Advisors* ha incrementado tan notablemente. Estos motivos son:

En primer lugar, el incremento de los inversores institucionales. En este sentido, tal como se ha explicado, el nacimiento y crecimiento de los inversores institucionales se debe a la evolución del mercado que ha estado guiada por factores como el crecimiento exponencial de los mercados financieros, la acumulación de los activos financieros o la apertura de las economías, etc. (Medialdea García & Álvarez Peralta, 2008). Estos factores unidos a la institucionalización del ahorro, a través de los fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida y los fondos de inversión, supone que empresas, hogares y administraciones públicas, que buscan una financiación líquida y basada en rendimientos a corto plazo, confíen sus ahorros a gestores profesionales de carteras, como inversores institucionales. (Philip Davis & Steil, 2001). El gran crecimiento de los inversores institucionales hace que los *Proxy Advisors* tengan potencialmente un mayor número de clientes.

Todos los factores anteriores han llevado a que la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas emisoras se haya incrementado considerablemente. Este aumento en la participación de las empresas emisoras ha hecho que los inversores institucionales adquieran un peso considerable en el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten. Este hecho ha llamado la atención de los reguladores, que han incrementado las obligaciones de los inversores institucionales. (Li, 2013). El incremento de estas obligaciones hace que los inversores institucionales tengan que asumir los costes asociados a votar diligentemente y en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*), en todos los casos. Los *Proxy Advisors*, ofrecen asesoramiento en estas materias a precios muy competitivos. En este sentido, como los inversores institucionales tienen que asumir esos costes, elegirán la opción más barata que es la de externalizar, encargando el asesoramiento en estas materias a los *Proxy Advisors*.

En cuanto a las obligaciones a las que deben hacer frente, debemos recordar lo que hemos visto hasta ahora. La Ley ERISA por un lado y más adelante, en 2003, la SEC impusieron a los inversores institucionales la obligación de votar diligentemente y en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*). Esto hizo que los inversores institucionales requirieran de servicios de asesoramiento de voto para cumplir con estas obligaciones, lo que resultó en un desarrollo considerable del sector de los *Proxy Advisors*.

Por su parte, en Europa, al igual que ocurre en Estados Unidos, con la diferencia de ser un sistema basado en las relaciones, también se ha dado un desarrollo exponencial del sector de los *Proxy Advisors*. En este sentido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (“AEVM”), tras su investigación, llegó en 2012 a la conclusión de que el sector del asesoramiento de voto en Europa estaba adquiriendo una importancia cada vez mayor, ya que cada vez más inversores utilizaban este tipo de servicios. Esto se debe también, al igual que en Estados Unidos, a la obligación impuesta a los inversores institucionales de cumplir con los deberes fiduciarios y de transparencia (ESMA, 2012).

Estas obligaciones, a nivel europeo, vinieron de la Directiva 2010/43/UE, que impuso la obligación a las sociedades gestoras de establecer políticas, procedimientos y estrategias, sobre el ejercicio del derecho de voto, para que el mismo se efectuara en beneficio exclusivo de sus clientes (*Asset Owners*). Esta directiva fue actualizada por la Directiva

2017/828, que incrementó las obligaciones de implicación de los inversores institucionales en las sociedades emisoras en las que invierten. Además, esta última directiva impone la obligación de que los inversores institucionales incrementaran la comunicación con sus clientes (*Asset Owners*).

Sin embargo, a pesar de que sus obligaciones hayan aumentado considerablemente, los inversores institucionales carecen de los incentivos necesarios para investigar con el fin de votar con conocimiento de causa, y en defensa de los intereses de sus clientes (*Asset Owners*). (Li, 2013). Por otra parte, y tal como se ha explicado anteriormente, los accionistas, tanto los inversores institucionales como los pequeños inversores, carecen también de incentivos que les hagan buscar mejoras en la gobernanza de las empresas de las que tienen parte del capital (Bebchuck, Cohen & Hirst, 2017). Un incentivo podría ser la reducción significativa de estos costes, que los inversores institucionales consiguen a través de la contratación de los *Proxy Advisors* al ofrecer asesoramiento a precios muy atractivos para los inversores institucionales. Así se explica el valor que aportan los *Proxy Advisors* al gobierno corporativo de las entidades emisoras en que participan los inversores institucionales.

Por otro lado, el hecho de que los inversores institucionales inviertan en numerosas sociedades para diversificar su riesgo, unido a que la Junta General de Accionistas suele reunirse en una determinada época del año, produce que los inversores institucionales tengan que utilizar un número significativo de recursos para cumplir con las obligaciones de transparencia y deberes fiduciarios impuestos. (CNMV, 2012). En este sentido, la figura de los proveedores de servicios de voto, resulta muy interesante, puesto que supone la externalización de estas funciones y un ahorro de costes significativo derivado de la economía de escala que consigue por la cantidad de inversores a los que presta servicio.

En definitiva, todos estos factores junto con el aumento del activismo accionarial han hecho que los inversores institucionales confíen en los *Proxy Advisors*, tanto en materia de gobierno corporativo, como en materia de voto por delegación.

#### **4. FACTORES QUE DEBERÍAN IMPEDIR EL RÁPIDO CRECIMIENTO DE LOS PROXY ADVISORS**

##### **4.1. Impacto de los Proxy Advisors en el gobierno corporativo**

Los inversores institucionales deben participar en el gobierno corporativo de las empresas en las que participan para así hacer frente a las obligaciones de transparencia y los deberes fiduciarios de sus clientes (*Asset Owners*). En este sentido, la forma en que participan los inversores institucionales en el gobierno corporativo, es a través del ejercicio del derecho de voto (Calluzzo & Dudley, 2018).

Para ejercitar el derecho de voto, tal como hemos estudiado en el capítulo anterior, los inversores institucionales pueden contratar los servicios de los *Proxy Advisors*. En este sentido, los asesores de voto proporcionan una serie de directrices y recomendaciones a sus clientes, los inversores institucionales, en materias de gobierno corporativo. Para realizar estas recomendaciones o directrices, los *Proxy Advisors* analizan las distintas propuestas del Consejo de Administración de las empresas en que participan los inversores institucionales. Analizadas las propuestas, se aplican una serie de políticas y criterios elaborados por los propios *Proxy Advisors* basados en los principios internacionales de buen gobierno corporativo, para emitir las recomendaciones sobre cómo ejercitar el derecho de voto (Hernández Peñasco, 2016). Es a través de estas directrices por las que los *Proxy Advisors* influyen de forma indirecta en el gobierno corporativo de las empresas en las que participan los inversores institucionales. (Tuch, 2019). No debemos olvidar, lo que se mencionó anteriormente, de que puede darse el caso de que sean los propios inversores institucionales los que elaboren sus propuestas de voto y se las remitan a los *Proxy Advisors*, para que sean tenidas en consideración por ellos a la hora de realizar sus recomendaciones.

Por su parte, en cuanto a las materias que afectan directamente al gobierno corporativo, como la retribución del órgano de administración o la separación de consejeros, los *Proxy Advisors* ofrecen su visión sobre lo que ellos consideran buenas prácticas en gobierno corporativo. Para ello, los *Proxy Advisors* utilizan estándares a partir de los cuales clasifican el gobierno corporativo de las empresas emisoras en que participan. Estas prácticas de los *Proxy Advisors*, tienen gran influencia en el gobierno corporativo de las

empresas emisoras, ya que las mismas tratarán de cumplir con los estándares impuestos por el *Proxy Advisor* para tener una buena posición en dichas clasificaciones (Gallego Córcoles, 2016).

Por tanto, los *Proxy Advisors* juegan un papel económico fundamental en el proceso de votación de los accionistas. Además, numerosos estudios han demostrado que las recomendaciones de voto de los *Proxy Advisors* afectan a los resultados de las votaciones de las propuestas del Consejo de Administración (Malenko & Malenko, 2019; Alexander, Chen, Seppi & Spatt, 2010; Larcker, McCall & Ormazabal, 2013). Además, estos estudios demuestran que, en los casos en los que el capital está muy disperso (como en Estados Unidos), y existen muy pocos incentivos para informarse de cara a votar, los servicios que ofrecen los *Proxy Advisors* resultan muy beneficiosos. (Calluzzo & Dudley, 2018).

Esto nos lleva a afirmar que las recomendaciones de voto de los *Proxy Advisors* afectan a decisiones de gobierno corporativo como la composición del consejo, la rotación de directivos y ejecutivos, las acciones de responsabilidad de los administradores o el reparto de beneficios, etc. A título de ejemplo, debemos señalar un estudio realizado Malenko y Shen. Éstos llegaron a la conclusión de que una recomendación negativa de ISS, principal proveedor de servicios de asesoramiento de voto, conlleva a una reducción del 25% en el apoyo. Este estudio estadístico deja patente el gran vínculo existente entre las recomendaciones de ISS y los votos emitidos. (Spatt, 2019)

Además, los *Proxy Advisors* tienen otras formas de influir en el gobierno corporativo, mediante la publicación de las recomendaciones, directrices y declaraciones. La publicación, y consiguiente atención de los medios de comunicación genera debate sobre las decisiones de gobierno corporativo de las empresas o las transacciones corporativas que las mismas se están planteando en llevar a cabo. Todo este debate influye al Consejo de Administración de las empresas emisoras (Tuch, 2019).

Por tanto, en las empresas en que gran parte de sus inversores están asesorados por *Proxy Advisors*, éstos desempeñan un papel determinante en el gobierno corporativo de las mismas. Esto se debe a que las recomendaciones sobre el sentido de voto emitidas por los *Proxy Advisors* determinan el resultado de las votaciones. Por tanto, podemos decir, que

los asesores de voto juegan un papel clave en el gobierno corporativo de las empresas cotizadas. (Fagan, 2018).

En conclusión, el impacto del *Proxy Advisor* puede ser negativo, ya que en ocasiones el gobierno corporativo se verá obligado a cumplir con los estándares de clasificación establecidos por los asesores de voto, priorizándolo a otras cuestiones. Además, tal como hemos visto, puede darse el caso de que el asesor de voto realice sus recomendaciones sin tener en cuenta las características del mercado en que actúa la entidad emisora, en cuyo caso, seguir dichas recomendaciones no será la mejor opción para dichas entidades. Por otra parte, la publicación de declaraciones y recomendaciones por parte de los *Proxy Advisors* y el debate generado en torno a las mismas, puede tener un impacto negativo en posibles transacciones corporativas.

#### **4.1.1. Impacto de los *Proxy Advisors* en el gobierno corporativo en España**

En el caso de España, los estudios han revelado que para los inversores institucionales extranjeros que invierten en las sociedades que componen el IBEX35, las recomendaciones y directrices emitidas por los *Proxy Advisors* han sido decisivas en el sentido de su voto en las Juntas Generales de Accionistas. Por tanto, el servicio de los *Proxy Advisors* está muy extendido entre los inversores institucionales internacionales. Sin embargo, los inversores institucionales domésticos no suelen utilizar los servicios de los *Proxy Advisors* para ejercitar sus derechos políticos, y en la mayoría de los casos votan a favor de las propuestas del Consejo de Administración (CNMV, 2012). Cabe precisar, que en España, a pesar de que el mercado se caracterice por tener accionistas en bloque, esto no ha forzado a priori a los inversores institucionales domésticos a contratar los servicios de los *Proxy Advisors*.

Por tanto, la influencia que tienen los *Proxy Advisors* en el gobierno corporativo de las empresas emisoras españolas no es tan grande como el que tienen en otros mercados. Sin embargo, esto no quita que cuando hay una recomendación negativa de un *Proxy Advisor* hacia una propuesta del Consejo de Administración, dicha propuesta recibirá menor apoyo de los accionistas (Gallego Córcoles, 2016).

Así, las sociedades cotizadas españolas en ocasiones están influidas por *Proxy Advisors*, que en la mayoría de ocasiones son extranjeros, y, por tanto, pueden dar recomendaciones a los inversores institucionales basadas en principios que no son los que rigen el mercado español (sistema basado en relaciones). En este sentido, las recomendaciones y directrices de los *Proxy Advisors*, pueden hacer que el gobierno corporativo adopte políticas que no son las más apropiadas, con el fin de cumplir con los estándares impuestos por el asesor de voto.

#### **4.2.Conflictos de interés**

Tal como hemos visto hasta ahora, los asesores de voto o *Proxy Advisors* influyen en las votaciones de las propuestas del Consejo de Administración a través de las recomendaciones y directrices sobre el sentido de voto que dan a sus clientes, los inversores institucionales. Además, tienen influencia directa en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas a través de las clasificaciones que hacen de los mismos.

En este sentido, la influencia de los *Proxy Advisors* ha llamado la atención de las empresas emisoras, que manifiestan que dichos asesores de voto en ocasiones actúan con falta de transparencia en los métodos que utilizan para emitir sus directrices. Así, los emisores alegan que los *Proxy Advisors*, cuando realizan sus recomendaciones y directrices, no lo hacen en función de los principios del sistema por el que se rige dicha sociedad ni tienen en cuenta las características de dichas sociedades cotizadas. Sin embargo, lo que verdaderamente preocupa a las entidades emisoras son los conflictos de interés que puede haber en torno a la figura de los *Proxy Advisors* (Comisión Europea., 2011).

Como el fin último de los asesores de voto es que los inversores institucionales basen su decisión en las recomendaciones proporcionadas por el *Proxy Advisor*, estas recomendaciones no pueden estar viciadas por conflictos de interés. En este sentido, podemos definir los conflictos de interés como situaciones en las que hay riesgo de que el *Proxy Advisor* se aproveche en el asesoramiento ofrecido a sus clientes por existir un interés propio o de un tercero, lo que puede conducir a un perjuicio para su cliente (Zarzalejos Toledano, 2017). Por tanto, existirá una situación de conflicto de interés

cuando la recomendación del *Proxy Advisor* guíe el voto del inversor institucional en un sentido porque tiene interés en ello, procurando incluso un daño al inversor institucional.

En definitiva, como los *Proxy Advisors* influyen en el gobierno corporativo de las empresas en que participan sus clientes, su actividad no puede estar viciada por conflictos de interés. Así, el asesoramiento de los *Proxy Advisors*, debe cumplir con los requisitos de independencia y objetividad.

Podemos englobar los conflictos de interés que pueden darse en torno a los *Proxy Advisors*, en cuatro grupos (Fagan, 2018):

- En primer lugar, los *Proxy Advisors*, se encargan de asesorar a sus clientes sobre cómo votar, además de ofrecer servicios de consultoría sobre cómo las empresas en las que participan sus clientes deben mejorar su gobierno corporativo.
- En segundo lugar, pueden darse conflictos de interés cuando el *Proxy Advisor* hace recomendaciones sobre propuestas realizadas por otro inversor institucional a quien también asesora.
- En tercer lugar, pueden darse conflictos de interés cuando los propietarios, los directores o ejecutivos o el personal de los *Proxy Advisors* tienen interés en la propiedad o en formar parte del consejo de administración de empresas sobre las que se hacen recomendaciones o directrices.
- Finalmente, pueden darse conflictos de interés cuando los *Proxy Advisors* pertenecen a empresas que prestan otro tipo de servicios financieros a diversos tipos de clientes.

El conflicto de interés más evidente es el primero. En este sentido, el conflicto de interés queda patente cuando los *Proxy Advisors* proporcionan calificaciones corporativas y otros servicios de consultoría a los emisores o empresas participadas, y simultáneamente, ofrecen servicios de investigación y asesoramiento de voto a sus clientes que son inversores institucionales que han invertido en las mismas empresas emisoras. El riesgo nace, debido a que los *Proxy Advisors* pueden proporcionar un asesoramiento inadecuado a los inversores institucionales sobre cómo leer las declaraciones de los emisores en las que ellos mismos pueden haber influido a través de su asesoramiento a esos emisores. Sin embargo, con respecto a este potencial conflicto de interés, en la práctica los *Proxy*

*Advisors* no prestan servicios de asesoramiento de forma simultánea a estos dos agentes, o en caso de asesorar a los dos simultáneamente, suelen contar con medidas de mitigación del riesgo (ESMA, 2012).

En este sentido, en cuanto al primer y principal conflicto de interés, en el momento en que los asesores de voto asesoran a ambas partes, es decir, a los clientes inversores y a los emisores, podría dar lugar a que las empresas se sientan presionadas a recibir los servicios de los *Proxy Advisors*, para así tener recomendaciones de voto favorables. La Oficina de Rendición de Cuentas del Gobierno de Estados Unidos (GAO) explica este conflicto de interés de la siguiente forma (Fagan, 2018):

*“ISS podría ayudar a un cliente corporativo a diseñar una propuesta de remuneración de ejecutivos para que sea votada por los accionistas y, posteriormente, hacer una recomendación a los clientes inversores para que voten a favor de esta propuesta. Algunos profesionales del sector también creen que las empresas podrían sentirse obligadas a suscribir los servicios de consultoría de ISS para obtener recomendaciones de voto favorables sobre sus propuestas y calificaciones favorables de gobierno corporativo.”*

En respuesta a estos posibles conflictos de interés, *Proxy Advisors* como ISS han establecido una separación clara entre sus servicios de asesoramiento de voto y los de consultoría empresarial. En el caso concreto de ISS, la misma ha creado una filial separada, llamada ICS, encargada de los servicios de consultoría de los emisores. A través de esta filial, la separación entre ambos servicios queda patente, tanto en el plano legal, el físico o el tecnológico (Tao, 2013).

Aunque el conflicto presentado es el más perjudicial, no es la única fuente de conflictos. En este sentido, el segundo potencial conflicto de interés se da cuando el *Proxy Advisor* hace recomendaciones sobre iniciativas de otros accionistas a los que también asesora (Fagan, 2018). En estos casos, el *Proxy Advisor* podría utilizar a las empresas a las que asesora, para desarrollar sus propias recomendaciones de voto. Esto puede hacerlo el *Proxy Advisor*, con el fin de, por ejemplo, mantener sus relaciones comerciales con el emisor o empresa en que participa el inversor institucional. Así, esto da lugar a conflictos de interés, ya que puede que esa no sea la mejor recomendación para el inversor

institucional, y, el asesoramiento, en este caso, dejaría de ser objetivo e independiente. Otra manifestación de este conflicto de interés, puede ser que la sociedad emisora trate de conseguir resultados favorables a través de los *Proxy Advisors* que tiene contratados. Estos resultados favorables los conseguirían, a través de los *Proxy Advisors*, cuando además de asesorarles a ellos, asesoren a algún cliente o inversor institucional que haya invertido en la sociedad emisora (ESMA, 2012).

El tercer conflicto de interés, arriba mencionado, consiste en que los accionistas, consejeros o ejecutivos, personas relacionadas con el *proxy advisor*, o su personal, tienen un interés significativo en formar parte del Consejo de Administración de la sociedad emisora sobre la que el *Proxy Advisor* está ofreciendo su asesoramiento (ESMA, 2012). Este conflicto de interés también tiene lugar cuando estas personas están interesadas en ser propietarias de la sociedad emisora (Fagan, 2018).

Finalmente, el cuarto conflicto de interés, consistente en situaciones en que los *Proxy Advisors* pertenecen a empresas que prestan otro tipo de servicios financieros. En otras palabras, este conflicto de interés consiste en que la empresa de asesoramiento de voto o *Proxy Advisor* es propiedad de empresas matrices que prestan otros servicios financieros. Por ejemplo, ISS es propiedad de MSCI Inc., uno de los principales proveedores de herramientas de apoyo a la toma de decisiones de inversión para las instituciones, y Glass Lewis es una filial indirecta de propiedad absoluta de la Junta del Plan de Pensiones de los Profesores de Ontario (OTPP), un gran fondo de pensiones activista de Canadá (Li, 2013).

En conclusión, la falta de regulación de los conflictos de interés resulta preocupante, ya que el poder que ejercen los *Proxy Advisors* en las Juntas Generales de Accionistas es muy grande a nivel mundial, ya que determinan el voto de muchos accionistas. Es importante que cuando se incurra en conflictos de interés, los mismos gocen de la necesaria publicidad, y además que los mismos no supongan una merma para los intereses de los accionistas.

Sin embargo, a pesar de que puedan darse conflictos de interés, la actividad de los *Proxy Advisors* sigue siendo fundamental para que los inversores institucionales a los que asesora cumplan con sus obligaciones y deberes fiduciarios comentados *ut supra*. Así,

para asegurar un buen asesoramiento por parte de los *Proxy Advisors*, este asesoramiento debe cumplir con los requisitos de independencia y transparencia.

Por otra parte, no debemos olvidar que los *Proxy Advisors*, no son responsables de las consecuencias de su asesoramiento, debido a que no son accionistas de las compañías sobre las que emiten directrices y recomendaciones (Zarzalejos Toledano, 2017). Así, la responsabilidad del ejercicio del derecho a voto recae sobre el inversor, no sobre el *Proxy Advisor*. El inversor institucional es el que decide finalmente de forma libre y autónoma sobre las directrices que le proporciona el *Proxy Advisor*. Por tanto, aunque el *Proxy Advisor* incurra en conflictos de interés, el mismo no va a ser responsable por ello. Esto se debe a que el servicio que presta el *Proxy Advisor* consiste en un mero consejo, que el inversor institucional puede seguir o no. Todo esto se debe a que el sector de los *Proxy Advisor* no está regulado y no existe medio alguno que garantice que los mismos actúen de forma imparcial y profesional, ni una autoridad que supervise el ejercicio de sus actividades (Gallego Córcoles, 2016). En este momento, ante la falta de regulación, la única forma de poner fin a los conflictos de interés pasa por que el inversor institucional que contrata los servicios del *Proxy Advisor* se cerciore de que las recomendaciones que recibe se han adoptado cumpliendo con los criterios de independencia y transparencia.

Sin embargo, para acabar definitivamente con ese problema, debería extenderse a los *Proxy Advisors* la obligación de cumplir con los deberes fiduciarios, es decir, la obligación de que el ejercicio del derecho de voto debe realizarse de forma diligente. Esto beneficiaría finalmente a los clientes (*Asset Owners*) del inversor institucional. Además, a través de este mecanismo, se elimina el peligro que existe de que la disociación entre la responsabilidad del derecho de voto, del inversor institucional, y el poder de decisión, del *Proxy Advisor*, que es lo que perjudica al partícipe principalmente (CNMV, 2012).

Los legisladores, sugieren incrementar los deberes de transparencia de los *Proxy Advisors*, a través de fórmulas que revelen información sobre los posibles conflictos de intereses en que pueden incurrir los mismos, en relación a los emisores y a los inversores institucionales. Además, los legisladores están buscando fórmulas que resuelvan los conflictos y que garanticen que el asesoramiento de los *Proxy Advisors* sea objetivo e

independiente. Además, algunos solicitan que se dé una divulgación a través de un código ético (ESMA, 2012).

El objetivo debería ser que las empresas contraten a los *Proxy Advisors*, únicamente si lo desean. Además, los accionistas deben poder confiar en que las recomendaciones y directrices que reciben de los *Proxy Advisors*, son imparciales y objetivas.

En definitiva, a pesar de que puedan darse conflictos de interés, por no existir regulación alguna que exija que los *Proxy Advisors* actúen de forma objetiva y transparente, es importante subrayar la importancia del papel que juegan estos en el control del gobierno corporativo, asesorando a inversores institucionales.

## 5. CONCLUSIÓN

El incremento de la industria de los *Proxy Advisors* se debe a diversos factores que hemos ido viendo a lo largo de este trabajo.

En primer lugar, el incremento de los inversores institucionales experimentado en los últimos años, hace que aumente el número de potenciales clientes de los *Proxy Advisors*. Además, este incremento en el número de inversores institucionales llevó a que la participación de los mismos en el capital de las entidades emisoras fuera en aumento, ejerciendo mayor influencia en el gobierno corporativo de las entidades en que participan. Esto llamó la atención de los reguladores que impusieron una serie de obligaciones a los inversores institucionales, obligándoles a cumplir con una serie de deberes fiduciarios y de transparencia. Estos deberes obligaban al inversor institucional a votar de forma diligente y en beneficio de sus clientes (*Asset Owners*).

Sin embargo, seguía siendo muy costoso para los inversores institucionales cumplir con estas obligaciones. Además, carecían de incentivos para hacerlo. Así, un incentivo podría ser una reducción significativa de los costes soportados para cumplir con estas obligaciones. La figura de los *Proxy Advisors* al ofrecer asesoramiento a precios muy atractivos, resulta muy interesante. En este sentido, los proveedores de servicios de voto suponen la externalización de las tareas destinadas a votar con conocimiento de causa y en defensa de los intereses de sus clientes (*Asset Owners*). Además, suponen un ahorro de costes significativo derivado de las economías de escala, que consigue el *Proxy Advisor* por la cantidad de inversores a los que presta el servicio.

Así, la industria de los *Proxy Advisors* ha incrementado cobrando gran importancia. Tal como hemos visto, los *Proxy Advisors* influyen en el gobierno corporativo de las entidades emisoras, a través de las directrices sobre el sentido de voto y las clasificaciones que hacen del gobierno corporativo de las mismas. El problema es que, a pesar de tener un verdadero impacto, los *Proxy Advisors* no son responsables, ya que los servicios que ofrecen son considerados como meros consejos o recomendaciones. Así, la responsabilidad última es del inversor institucional.

Además, el impacto del *Proxy Advisor* puede ser negativo, ya que en ocasiones obligará al inversor institucional a cumplir con los estándares de clasificación establecidos por el asesor de voto, priorizándolo a otras cuestiones. Y también se pueden dar casos en que el asesor de voto realice sus recomendaciones sin tener en cuenta las características del mercado en que actúa la entidad emisora, y en estos casos, que la entidad emisora trate de adaptarse a las recomendaciones no será la mejor opción.

Por tanto, el impacto que tienen los *Proxy Advisors* en el gobierno corporativo, en ocasiones es negativo. La solución a este problema viene de la mano de imponer al *Proxy Advisor* los mismos deberes fiduciarios y de transparencia que tienen sus clientes, los inversores institucionales. Con ello, se garantizaría que los *Proxy Advisors* actuaran de forma objetiva e independiente. Además, con esta medida, los beneficiados por esto serían en última instancia los propietarios de los activos (*Asset Owners*) que participan en el inversor institucional. Finalmente, los reguladores deberían imponer a los asesores de voto la obligación de emitir sus directrices, teniendo en cuenta las características del mercado.

En conclusión, a pesar de que el impacto que puedan llegar a tener los *Proxy Advisors* en ocasiones pueda ser negativo, no debemos olvidar la importancia del papel que juegan los asesores de voto, ya que fomentan la participación de los inversores institucionales en el gobierno corporativo.

## 6. REFERENCIAS

- Arcudia Hernández, CE (2012). El activismo de los inversores institucionales en el gobierno de las grandes sociedades. *Contaduría y Administración*, (4), vol. 57. [http://www.scielo.org.mx/scielo.php?pid=S0186-10422012000400003&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?pid=S0186-10422012000400003&script=sci_arttext)
- Bebchuck, L; Cohen, A & Hirst, S (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31:3, p. 89-102. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.31.3.89>
- Belinfanti, T., (2010) 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, p. 385. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1558097](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1558097)
- Bilbao Calabuig, P. & Bolaños Hervás, M. (2020). Power and corporate governance in the hands of shareholders: a conceptual map of the institutional investor activism process. *UCJC, Business and Society Review*. JEL CODE: M10, G34. <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjowrqYzIDwAhUT3IUKHdb1Bi8QFjAAegQIAxAD&url=https%3A%2F%2Fjournals.ucjc.edu%2Fubr%2Farticle%2Fdownload%2F4093%2F3105%2F&usg=AOvVaw22aWESGwqXaTeHYXxSy38J>
- Calluzzo, P & Dudley, E. (2018). The real effects of proxy advisors on the firm. *Financial Management* (3), vol. 48, p. 917-943. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2619698](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2619698)
- Chuah, K; Mitchell, I & Tomson, L. (2019). *Another Link in the Chain: Uncovering the Role of Proxy Advisors*. <https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/02/Another-Link-in-the-Chain-Uncovering-the-Role-of-Proxy-Advisors.pdf>

- CNMV (2012). *Documento elaborado por el Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*, <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>
- Comisión Europea. (2011). *Libro verde. La normativa de gobierno corporativo de la UE*. (164) <https://cuadernosdederechoparaingenieros.com/wp-content/uploads/LibroVerde05.04.11.pdf>
- European Securities and Markets Authority. (2012). *An overview of the proxy advisory industry. Considerations on possible policy options*. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf>
- Fagan, M. (2018). *Third-Party Institutional Proxy Advisors: Conflicts of Interests and Roads to Reform*. University of Michigan, J.L. Reform, vol. 51, p. 621-641. <https://repository.law.umich.edu/mjlr/vol51/iss3/5/>
- Gallego Córcoles, A. (2016). Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe. *European Company and Financial Law Review* (1), vol. 13, p. 106-156. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2842968](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2842968)
- García de Enterría, J. & Iglesias Prada, JL. (2017). Los órganos de las sociedades de capital (II). Los administradores. En Menéndez, A. & Rojo, A. (Ed.). *Lecciones de Derecho Mercantil. Volumen I. 15ª Ed.* Thomson Reuters.
- García Roldán, M. (2018). 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. *Foro de Actualidad, Uría Menéndez*, p. 165-171. [https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5815/documento/foro\\_por\\_03.pdf?id=7891](https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5815/documento/foro_por_03.pdf?id=7891)

- Glass Lewis (2015). *Glass Lewis acquires IVOX, leading german Proxy Advisor*. <https://www.glasslewis.com/glass-lewis-acquires-ivox/>
- Hernández Peñasco, R. (2016). Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. *Revista de Derecho de Sociedades*, 6 (núm. 48). <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2017/08/Revista-de-derechos-de-sociedades-proxy-advisors.pdf>
- Li, T. (2013). Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry. *ECGI- Finance Working Paper No. 389/2013*, (206), p. 1-54. WBS Finance Group Research Paper No. 206. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2287196](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287196)
- Marco Alcalá, L. (2017). Fomento de la Implicación a Largo Plazo de los Accionistas. 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 momento de la implicación a largo plazo de los accionistas. *Crónica de Legislación*, vol. 5, 192-196. [https://gedos.usal.es/bitstream/handle/10366/137684/Directiva\\_2017\\_828\\_ue\\_del\\_Parlamento\\_Eu.pdf?sequence=1](https://gedos.usal.es/bitstream/handle/10366/137684/Directiva_2017_828_ue_del_Parlamento_Eu.pdf?sequence=1)
- Medialdea García, B. & Álvarez Peralta, N. (2008). Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa. *Working Papers: Instituto Complutense de Estudios Internacionales*, WP07/08. <https://ideas.repec.org/p/ucm/wpaper/0807.html>
- OCDE. (2016). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Olcese Santoja, A. (2005). Teoría y Práctica del Buen Gobierno Corporativo. *Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales*. [http://www.villafane.com/wp-content/uploads/2015/11/Cap-8\\_2005\\_Teoria-y-practica-del-buen-gobierno-corporativo\\_Aldo-Olcese.pdf](http://www.villafane.com/wp-content/uploads/2015/11/Cap-8_2005_Teoria-y-practica-del-buen-gobierno-corporativo_Aldo-Olcese.pdf)

- Pedrosa Lorente, M. (2016). El necesario compromiso de los inversores institucionales en la democracia accionarial. *Revista CEFLEGAL*, núm. 193. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6060682>
- Philip Davis, E. & Steil, B. (2001). *Institutional Investors*. The MIT Press. <https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=uWr13xQUAsoC&oi=fnd&pg=PR19&dq=institutional+investors&ots=VeUMPACOWY&sig=6GpVTAQzxxAqWbwjyvxlMlgdnX8#v=onepage&q=institutional%20investors&f=false>
- PWC (2013). *Proxy Advisors. ¿Qué impacto tienen las sociedades cotizadas españolas?*. <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>
- PWC (2016). *The swinging pendulum: Board Governance in the age of shareholder empowerment*. <https://www.pwc.es/es/publicaciones/consejos-y-buen-gobierno/2016-annual-corporate-directors-survey.pdf>
- Sauerwald, S., van Oosterhout, JH., Van Essen, Marc., Peng, MW. (2018). Proxy Advisors and Shareholder Dissent: A Cross-Country Comparative Study. *Journal of Management*, (8) Vol. 44, p 3364-3394. <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0149206316675928>
- Securities Exchange Commission (2003). *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*. (S7-36-02) <https://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>
- Spatt, CS. (2019). Proxy Advisory Firms, Governance, Market Failure, and Regulation. *The Review of Corporate Finance Studies*, (1), vol. 10, p. 136-157 <https://milkeninstitute.org/sites/default/files/reports-pdf/Proxy%20Advisory%20Firms%20FINAL.pdf>

- Sorarrain Altuna, A & del Orden Olasagasti, O. (2011). Relaciones de agencia e inversiones institucionales. *Instituto de Estudios Financieros*.  
[https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2019/01/relaciones\\_agencia\\_inversores\\_institucionales.pdf](https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2019/01/relaciones_agencia_inversores_institucionales.pdf)
- Tuch, AF. (2019). Proxy Advisor Influence in a Comparative Light. *Boston University Law Review* (1459), vol, 99, p. 1459-1513.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3384264](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3384264)
- Verdam, A. (2006) An exploration of the role of Proxy Advisors in Proxy Voting, Elsevier BV. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=978835](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835)
- Zarzalejos Toledano, I. (2017) La actividad de los proxy advisors y la problemática derivada de las situaciones de conflicto de interés. *La Ley Mercantil*, (37), p. 1-9.