



FACULTAD DE DERECHO

**ANÁLISIS SOBRE LA FIGURA DE LOS
ASESORES DE VOTO O PROXY ADVISORS
EN EL MARCO DE LA DIRECTIVA
EUROPEA SOBRE LA IMPLICACIÓN DE
ACCIONISTAS A LARGO PLAZO Y EN EL
PROYECTO DE LEY PARA SU
TRASPOSICIÓN**

Autor: Luis Arboleya Velázquez
5º E3 A
Departamento de Derecho Mercantil

Tutor: Fernando Vives Ruiz

Madrid
Abril 2021

RESUMEN

Recientes cambios normativos en el ámbito norteamericano y comunitario, han desembocado en un importante aumento de la autoridad de voto de los inversores institucionales. No obstante, en tanto que principal cliente de los servicios de recomendación de voto del *proxy advisor*, esta autoridad de voto acaba recayendo, en última instancia, en el asesor de voto.

En este trabajo de análisis, se tratará de aportar un estudio pormenorizado de la figura del asesor de voto, haciendo especial hincapié en su regulación actualmente vigente gracias a la nueva Directiva Europea 2017/828 y al Proyecto de Ley 121/000028 para su trasposición. Con ello, analizaremos no sólo los orígenes del *proxy advisor*, sino también su actual desarrollo e influencia, y sus potenciales consecuencias de cara al futuro.

PALABRAS CLAVE:

Inversor institucional, derecho de voto, asesor de voto, Directiva Europea 2017/828 y Proyecto de Ley 121/000028.

ABSTRACT

Recent regulatory changes in the north American and European contexts have lead to a significant increase in the voting authority of institutional investors. However, taking into account that this type of investor is the main client of the proxy advising services of proxy advisors, this voting authority ultimately falls into the latter.

Throughout this work of analysis, we will try to provide an in-depth study of the proxy advisor, with special emphasis on its regulation currently in force under the new European Directive 2017/828 and the Draft Bill 121/000028 for its transposition. On this regard, we will analyze not only the origins of the proxy advisor, but also its current development and influence, and its potential consequences for the future.

KEY WORDS:

Institutional investor, voting rights, proxy advisor, European Directive 2017/828 and Draft Bill 121/000028.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	7
2. EL ASESOR DE VOTO	9
2.1. ¿QUÉ SON LOS ASESORES DE VOTO O <i>PROXY ADVISORS</i> ?	9
2.1.1. Inversores Institucionales	10
2.2. FUNCIONES DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i>	12
2.2.1. Actividad principal (de cara a los inversores)	12
a. <i>Recomendaciones de voto o proxy advising services</i>	13
b. <i>Proxy voting services</i>	14
2.2.2. Actividades secundarias (de cara a las sociedades cotizadas)	14
2.2.3. Proceso seguido en la elaboración y emisión del voto	16
3. MARCO ACTUAL DEL ASESOR DE VOTO	18
3.1. PROBLEMÁTICA CON LA FIGURA DEL ASESOR DE VOTO	18
3.1.1. Influencia de los asesores de voto	18
3.1.2. Conflictos de interés	20
3.1.3. Inapropiada delegación de deberes de los inversores institucionales	21
3.2. NECESIDAD DE LA FIGURA DE LOS ASESORES DE VOTO	23
3.3. INCIDENCIA PRÁCTICA DE LOS ASESORES DE VOTO EN ESPAÑA	24
3.3.1. Aumento de la influencia de los asesores de voto	25
3.3.2. Correlación entre recomendaciones de voto y resultados de las Juntas	28
4. OPCIONES DE REGULACIÓN	29
4.1. LA ESMA Y LOS <i>PROXY ADVISORS</i>	29
4.1.1. Opción 1: ninguna acción por parte de la UE	29
4.1.2. Opción 2: autorregulación a nivel sectorial o nacional	30
4.1.3. Opción 3: instrumentos normativos cuasi vinculantes a nivel de la UE	30
4.1.4. Opción 4: instrumentos legislativos vinculantes a nivel de la UE	31
4.2. LA CNMV Y LOS ASESORES DE VOTO	32
5. REGULACIÓN VIGENTE	34
5.1. APORTACIONES DE LA NUEVA DIRECTIVA EUROPEA SOBRE IMPLICACIÓN DE ACCIONISTAS A LARGO PLAZO	34
5.1.1. Consideraciones previas	34
5.1.2. Artículos	35
a. <i>Estado miembro competente para regular al asesor de voto</i>	35
b. <i>Ámbito de aplicación del Capítulo I ter.</i>	36
c. <i>Definición de asesor de voto.</i>	36

d. <i>Capítulo I ter</i>	37
i. Artículo 3 octies	37
iv. Artículo 3 decies	37
iii. Artículo 3 undecies	38
5.2. APORTACIONES DEL PROYECTO DE LEY PARA SU TRASPOSICIÓN	39
5.2.1. Exposición de motivos	39
5.2.2. Artículos	40
a. <i>Artículo primero</i>	40
b. <i>Artículo tercero</i>	41
c. <i>Artículo quinto</i>	41
i. Artículo 137 bis <<Asesores de voto>>	42
ii. Artículo 137 ter <<Código de conducta>>	43
iii. Artículo 137 quáter <<Informe anual>>	43
iv. Artículo 137 quinquies <<Conflictos de intereses>>	44
v. Otras modificaciones del artículo quinto	44
6. VALORACIÓN DE LA REGULACIÓN VIGENTE	46
6.1. DIRECTIVA (UE) 2017/828	47
6.2. PROYECTO DE LEY 121/000028.....	48
6.3. CUESTIONES CLAVE PARA EL FUTURO DE LOS ASESORES DE VOTO	49
6.3.1. Código de conducta	49
6.3.2. Responsabilidad	51
a. <i>Responsabilidad legal</i>	52
b. <i>Responsabilidad profesional o deontológica</i>	53
c. <i>Responsabilidad contractual</i>	53
6.3.3. Conflictos de interés	54
7. CONCLUSIÓN	58
8. REFERENCIAS	60
8.1. NORMATIVAS	60
8.1.1. Normativa comunitaria	60
8.1.2. Normativa nacional	60
8.1.3. Normativa estadounidense	61
8.2. BIBLIOGRAFÍA	61
9. ANEXOS	67

ABREVIATURAS Y SIGLAS

AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
Art.	Artículo
Arts.	Artículos
BME	Bolsa y Mercados Españoles
BOE	Boletín Oficial del Estado
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Directiva (UE) 2017/828	Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y el Consejo Europeo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas
Directiva 2007/36/CE	Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo Europeo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas
Directiva 2010/43/UE	Directiva 2010/43/UE de la Comisión Europea, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de interés, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
EE.UU.	Estados Unidos

ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
GAO	<i>Government Accountability Office</i>
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
ISS	<i>Institutional Shareholder Services</i>
LIIC	Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
PL	Proyecto de Ley
PL 121/000028	Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas
PwC	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
RD	Real Decreto
RDL	Real Decreto Legislativo
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SGIIC	Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva
TFG	Trabajo de Fin de Grado
UE	Unión Europea

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años ha habido un importante incremento en la participación de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas. Ha sido el propio legislador quien, con intención de proteger a los accionistas de este tipo de inversores, ha empujado al inversor institucional a tener un rol más activo en las Juntas Generales de Accionistas.

No obstante, esta mayor involucración del inversor institucional en las sociedades cotizadas por medio del ejercicio del derecho de voto, también ha tenido importantes repercusiones en el reparto de poder dentro de las propias Juntas, aumentando en gran medida la peso decisorio del inversor institucional y con él su influencia y poder.

Sin embargo, ante estas nuevas responsabilidades en manos de los inversores institucionales, sumado a la grandes y diversificadas carteras que gestionan, este tipo de inversor se ha visto obligado a buscar ayuda para poder gestionar adecuadamente todos sus activos, razón por la surge la figura del asesor de voto o *proxy advisor*, en tanto que entidad cuya principal función es la de elaborar recomendaciones en el ejercicio del derecho de voto para los inversores institucionales.

El motivo de la elección del asesor de voto como objeto principal de análisis se debe a su gran novedad, relevancia e incertidumbre. El asesor de voto es una figura novedosa, dado su escaso desarrollo y regulación. Es también una figura relevante, y ello en base a los importantes servicios que proporciona a los inversores institucionales para que puedan gestionar los grandes volúmenes de valores recogidos en sus carteras de inversión. Pero además, es una figura en torno a la cual existe una gran incertidumbre, ya que desconocemos la evolución que experimentará el asesor de voto en los próximos años y cómo ésta afectará al marco empresarial europeo y nacional.

No obstante, el paradigma de los *proxy advisors* en el marco de la Unión Europea está empezando a cambiar, y con él su regulación aplicable a los Estados Miembros. Más concretamente, ha sido con la nueva Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y el 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, la que ha introducido una primera regulación a nivel europeo de esta figura. Y con ella, la primera regulación del *proxy advisor* en el ordenamiento jurídico español, gracias al Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de

Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

En este sentido, uno de los principales objetivos de este trabajo de análisis es desarrollar un estudio en profundidad de la figura del *proxy advisor*; analizando cuáles son sus funciones, a quiénes afectan las mismas y qué consecuencias tienen en el funcionamiento y desarrollo de las sociedades cotizadas en la actualidad.

Pero además, en este estudio también se tratará de analizar al asesor de voto desde el punto de vista de su regulación legal actual, no sólo desde un primer marco genérico como es esta nueva Directiva Europea sobre implicación de accionistas a largo plazo; sino también desde el marco jurídico nacional que nos aporta el Proyecto de Ley creado para su trasposición.

Para llevarlo a cabo, la metodología que se utilizará en este trabajo será un enfoque deductivo, en función del cual comenzaremos con un estudio genérico sobre el asesor de voto tanto a nivel mundial como nacional, para después desembocar en el estudio de su regulación vigente a nivel europeo y nacional.

Así, tras dedicar el primer apartado introductorio a estas palabras, comenzaremos con un segundo y tercer apartado titulados “2. *EL ASESOR DE VOTO*” y “3. *MARCO ACTUAL DEL ASESOR DE VOTO*” respectivamente, en los que desarrollaremos un estudio pormenorizado de esta figura.

En un segundo acercamiento, bajo el apartado “4. *OPCIONES DE REGULACIÓN*”, se analizará cuáles son las posibilidades de regulación propuestas por la ESMA (desde el punto de vista de la UE) y por la CNMV (desde el punto de vista nacional) para el asesor de voto; para posteriormente, en el apartado “5. *REGULACIÓN VIGENTE*”, analizar la opción por la que finalmente se ha optado y analizar la Directiva y Proyecto de Ley antes mencionados.

Para concluir, en el apartado “6. *VALORACIÓN DE LA REGULACIÓN VIGENTE*”, se tratará de aportar una valoración de estas dos normativas, haciendo hincapié en aquellas cuestiones que consideraremos de especial regulación; para finalmente, terminar con un último apartado titulado “7. *CONCLUSIÓN*”.

2. EL ASESOR DE VOTO

2.1. ¿QUÉ SON LOS ASESORES DE VOTO O *PROXY ADVISORS*?

Los asesores de voto, o *proxy advisors* en inglés, son aquellas entidades o instituciones que se encargan de prestar servicios de asesoramiento a los inversores con derecho a voto en sociedades cotizadas; aconsejándoles sobre el sentido de su voto en las Juntas Generales de Accionistas¹.

Tal y como explica la CNMV en su “*Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*” (2012), se puede definir a los asesores de voto como:

“[...] entidades que prestan servicios a inversores, principalmente institucionales, de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas”².

En cuanto a sus orígenes, los *proxy advisors* nacieron en Estados Unidos, cuna del activismo accionarial y país donde actualmente tienen una mayor relevancia práctica. Es allí, además, donde se encuentran las dos instituciones de *proxy advisors* más importantes del mundo: el *Institutional Shareholder Services* (ISS), fundada en 1985 y con sede en Delaware; y *Glass Lewis & Co*, de origen canadiense y fundada en el año 2003.

En este sentido, y como primera introducción a las funciones del *proxy advisor*, este asesoramiento en cuanto al ejercicio del derecho de voto no es el único servicio que ofrecen a los inversores institucionales. Algunos asesores de voto también ofrecen otros servicios complementarios, como puede ser hacer de intermediarios en la monitorización y registro de las emisiones de los votos, o incluso diseñar y asesorar en cuanto a políticas de responsabilidad social corporativa (Fundación Fide, 2020).

No obstante, las diferentes funciones del asesor de voto las estudiaremos en profundidad más adelante, tras haber analizado primero otra figura muy relevante para los *proxy advisors*: el inversor institucional.

¹ Gallego Sáez, C., González, S., & García de Diego, R., Piqueras, R. & Quijano, J. (febrero de 2020). Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones. Fundación Fide, Madrid, España.

² Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 1).

2.1.1. Inversores Institucionales

Para poder entender correctamente la figura del *proxy advisor*, debemos hacer especial mención a otra figura especialmente importante y principal cliente de los servicios del asesor de voto: el inversor institucional.

Según la Revista de Economía Mundial en su artículo “*La influencia de la financiación sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales*” (2010), una de las principales características del actual contexto financiero internacional es el surgimiento de este tipo de agentes financieros, los cuales desarrollan un importante papel en la economía a escala mundial³.

Los inversores institucionales son aquellas entidades que cuentan con una gran cantidad de dinero disponible para la inversión en bienes, derechos, valores y otros activos tanto financieros como no financieros. Entre los inversores institucionales más importantes, podemos destacar: bancos, cajas de ahorros, compañías de seguros, gestoras de fondos de inversión, gestoras de planes de pensiones, sociedades de inversión e instituciones de inversión colectiva (IIC)⁴.

El dinero en manos de los inversores institucionales está constituido, principalmente, por las aportaciones de inversores más pequeños o minoristas, cuyos rendimientos estarán determinados por los resultados obtenidos por el inversor institucional. Así, a los inversores institucionales se les exige una mayor cualificación y experiencia, y de ahí que su grado de protección sea inferior al de cualquier inversor particular (Equipo Singular Bank, 2017).

En este sentido, las carteras de inversión de los inversores institucionales son carteras muy complejas que responden a una gran variedad de sectores. En tanto que trabajan con volúmenes de capital y de cualificación muy altos, los inversores institucionales llegan a superar en gran medida las capacidades de gestión de cualquier

³ Álvarez Peralta, N. & Medialdea García, B. (2010). La influencia de la financiación sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales. Revista de Economía Mundial, núm. 24, págs. 165-191. Sociedad de Economía Mundial, Huelva, España. Disponible en <https://www.redalyc.org/pdf/866/86612931007.pdfv> (página 176).

⁴ Equipo Singular Bank (diciembre de 2017) ¿Quiénes son los denominados inversores institucionales? Disponible en <https://blog.selfbank.es/quienes-son-los-denominados-inversores-institucionales/>

inversor minorista y, por lo tanto, pueden llegar a influir de una manera decisiva en la toma de decisiones de las empresas en las que hayan decidido invertir⁵.

Además, este tipo de inversores tienen una serie de deberes fiduciarios de cara a sus accionistas o clientes, entre los que se incluye el deber de informarles sobre el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren sus carteras; así como el deber de informales sobre cómo son gestionadas las sociedades en las que tienen invertido su capital.

Sin embargo, de entre todos estos deberes fiduciarios de los inversores institucionales, cabe destacar el ejercicio del derecho de voto como parte de los mismos. La *Securities and Exchange Commission* o SEC (Estados Unidos), consideró que era necesario que este tipo de inversores contasen con derecho de voto en tanto que herramienta de defensa de los intereses de sus accionistas; y así fue introducido en nuestro ordenamiento (aunque con matices) por medio de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva⁶.

Tal y como explica el Profesor Mr. A. F. Verdam en su trabajo “*An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting*” (2020), desde hace ya muchos años los inversores institucionales son presionados a asumir un rol más activo como accionistas en las juntas de las empresas cotizadas; y ello ante la pasividad que han estado demostrando desde los últimos años⁷.

Así, debido a la gran complejidad y tamaño de las carteras gestionadas por los inversores institucionales, a sus deberes fiduciarios con respecto a las políticas aplicadas en la gestión de las mismas, y a la gran presión que reciben para que asuman un papel más relevante en las Juntas Generales de Accionistas; sumando a que los inversores institucionales son cada vez más proclives a tener carteras internacionales (lo que suma aún más en la complejidad y diversificación de sus gestiones), hace que recurran cada vez más a los servicios de los asesores de voto, para que les ayuden y asesoren en el ejercicio de los derechos de control correspondientes a sus acciones.

⁵ Claramunt Julián, L. (diciembre de 2019). Proxy Advisor. ILP Abogados, 16 de diciembre de 2019, Madrid, España. Disponible en <https://www.ilpabogados.com/proxy-advisor/>

⁶ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, España, a 5 de noviembre de 2003.

⁷ Prof. Mr. A. F. Verdam (febrero de 2020). *An exploration of the the role of proxy advisors in proxy voting*. Ámsterdam: VU University Amsterdam (página 1).

2.2. FUNCIONES DE LOS *PROXY ADVISORS*

Los asesores de voto, como podemos observar, desempeñan una gran variedad de labores dentro del ejercicio de sus funciones. A la hora de abordar la delimitación de dichas funciones, debemos recordar que los asesores de voto forman parte de lo que en la práctica conocemos como “*proxy services*” o servicios de voto⁸; expresión utilizada para hacer referencia de forma global a todas aquellas actividades que están destinadas a fomentar y maximizar, bien sea la participación de los accionistas en la Junta General, bien la comunicación bidireccional entre sociedad y accionista.

Sin embargo, podemos clasificar sus funciones según sean consideradas como funciones principales o funciones secundarias. Las principales, que explicaremos a continuación, son las relacionadas con las recomendaciones sobre el ejercicio del derecho de voto. Las secundarias, las actividades relacionadas con el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo⁹.

2.2.1. Actividad principal (de cara a los inversores)

Tal y como se desprende del propio nombre que recibe esta figura, <<asesores de voto>>, su actividad principal no es otra que el *asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto* derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas.

Sin embargo, tal y como explica Ascensión Gallego Córcoles en su obra “*Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas*” (2014), dentro de esta actividad genérica principal podemos encontrar otras funciones más específicas que la concretan. Así, según este autor, la actividad principal de todo asesor de voto se puede a su vez clasificar en dos subcategorías.

Por un lado, los *proxy advising services*; servicios de asesoría en el ejercicio del derecho de voto que consisten en la remisión a los clientes de informes sobre el análisis

⁸ Hernández Peñasco, R. (2016). Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48 (página 3).

⁹ Institutional Shareholder Services. ISS governance. Disponible en <https://www.issgovernance.com/>

de los puntos del orden del día de la Junta General de Accionistas y en los que se incluye una recomendación de voto; sea esta positiva, negativa o abstención¹⁰.

Por el otro lado, los *proxy voting services*; como servicios encaminados al asesoramiento, no en cuanto al ejercicio del derecho de voto, sino en cuanto al procedimiento a seguir para ejercerlo (Gallego Córcoles, A., 2014).

a. Recomendaciones de voto o proxy advising services

Con respecto a los servicios de recomendación en el ejercicio del derecho de voto, cabe destacar que éstos dependerán principalmente del análisis llevado a cabo por el proxy advisor, sea éste de carácter estándar o de carácter personalizado. Así, podremos estar hablando de un estudio y asesoramiento con carácter más genérico, en el caso del análisis estándar; o de un asesoramiento más exhaustivo y minucioso, en el caso de los servicios personalizados.

Con respecto a los primeros, el asesor de voto no tendrá en cuenta las características concretas y específicas de la empresa, sino que emitirá una recomendación de voto en base a criterios generales y estandarizados sobre gobierno corporativo (bien del país donde esté ubicado el inversor institucional, bien del país de la empresa de cuyas acciones sea titular).

Con respecto a los segundos¹¹, en este caso el informe que recibirá el inversor sí será fruto de un análisis mucho más exhaustivo sobre la sociedad cotizada en la que el cliente tiene invertido su capital. Como cabe esperar, es un asesoramiento que requiere mucho más trabajo por parte del asesor de voto, y por tanto es más caro.

Sea un caso u otro, debemos destacar que la recomendación por parte del asesor de voto en ningún caso es vinculante, sino que será el inversor institucional el que, en última instancia y a su discreción, decidirá sobre el voto a emitir.

¹⁰ Gallego Córcoles, A. (2014). Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 42. Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi.

¹¹ También conocidos como *custom proxy advisory services*.

b. Proxy voting services

Una vez remitido al inversor el informe con la recomendación de voto, lo normal es que sea el propio inversor institucional el que envíe su voto a la sociedad cotizada objeto de análisis del asesor de voto¹².

Sin embargo, podemos agrupar otro tipo de funciones desarrolladas por los asesores de voto que, como veníamos diciendo, no están encaminadas a asesorar al inversor en cuanto al ejercicio de su derecho de voto, si no a asesorarle sobre el procedimiento a seguir para ejercer dicho derecho de voto; los *proxy voting services*.

Tal y como se explica PwC en “*Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*” (2013), los asesores de voto también pueden funcionar como “*plataformas de inversión para inversores institucionales*”, en tanto que su servicio puede incluir “*el desarrollo de aplicaciones que controlan la asignación al inversor institucional de todos los derechos de voto que le corresponden, la correcta emisión de sus instrucciones de voto o la conformidad de las mismas a sus políticas de voto, entre otros*”¹³.

En otras palabras, estamos hablando de plataformas de software que, con mayor facilidad, permiten a los inversores institucionales un correcto ejercicio de sus derechos de voto: control de los derechos asignados al inversor institucional en función del número de acciones que ostente, control de la correcta emisión de sus instrucciones, control de la correlación entre sus instrucciones emitidas y sus políticas de voto establecidas, etc. (PwC, 2013).

2.2.2. Actividades secundarias (de cara a las sociedades cotizadas)

Lo primero que tenemos que destacar con respecto a esta categoría es que, a diferencia de lo que hemos visto con respecto a las actividades principales del apartado

¹² Gallego Córcoles, A. (2014). Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 42. Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi. (págs. 42-43).

¹³ PriceWaterhouseCoopers (PwC) (mayo de 2013), Proxy Advisors ¿qué impacto tienen en las sociedades cotizadas. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf> (página 11).

anterior, éstas constituyen un servicio prestado, no a los inversores institucionales, sino a las sociedades cotizadas en las que éstos podrían tener invertido su capital¹⁴.

Estas prestaciones o actividades secundarias están constituidas por todos aquellos servicios destinados a asesorar a la sociedad sobre la gestión, el diseño y la implementación de las herramientas, reglas, procesos y principios necesarios para un buen gobierno corporativo¹⁵.

Tal y como explica Gallego Córcoles, A. (2014), existen razones muy concretas por las cuales ha habido un gran auge con respecto a estas actividades secundarias de asesoría en gobierno corporativo. Y es que, como bien dice esta autora, es innegable que hay un gran interés por parte de las sociedades cotizadas por cumplir con buenas prácticas de gobierno corporativo. Pero, uno de los principales detonantes de este auge es la creación, por parte de los asesores de voto y en beneficio de los inversores institucionales, de rankings sobre el cumplimiento de buen gobierno corporativo.

En este sentido, los asesores de voto se encargan de elaborar este ranking en base a criterios de cumplimiento de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades cotizadas, y ello con la finalidad de ayudar a los inversores institucionales a valorar las sociedades en las que quieran invertir desde un punto de vista corporativo. La elaboración de estos rankings, podría así constituirse como otra categoría a parte, ya que en este caso estaríamos hablando de una función de los asesores de voto de cara al inversor con carácter general, y no como cliente.

Así, esto explicaría el gran interés por parte de las sociedades cotizadas no sólo de mejorar en cuanto prácticas de buen gobierno corporativo, sino además de hacerlo de la mano de los propios asesores de voto, ya que son ellos los que, al fin y al cabo, van a elaborar los rankings.

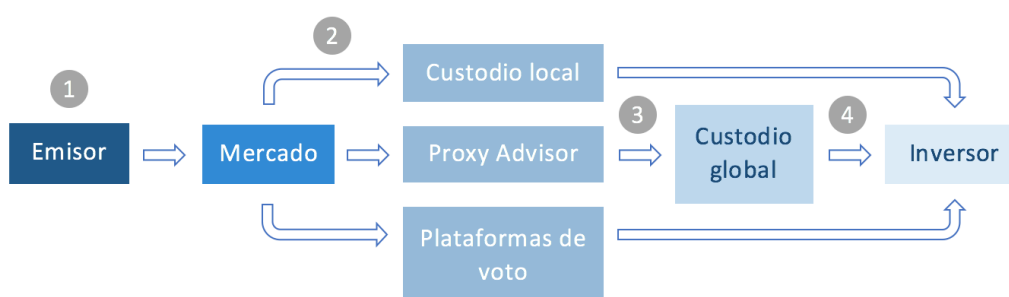
¹⁴ Vemos, por tanto, que los inversores institucionales no son los únicos clientes de los asesores de voto (PwC, mayo de 2013).

¹⁵ Procedimientos de regulación de la estructura de la empresa; retribución y funciones de los administradores; relación entre Consejo de Administración, Junta Directiva y accionistas; pautas de actuación a la hora de decidir sobre cuestiones que afecten a la empresa y a todas las posibles partes interesadas, etc.

2.2.3. Proceso seguido en la elaboración y emisión del voto

A continuación, vamos a explicar de forma resumida cuál es el proceso normal que sigue un voto: desde la emisión de la información necesaria para su constitución, hasta su recepción por parte de la sociedad cotizada emisora. Para ello, nos apoyaremos en el proceso elaborado por Grupo de Expertos (2012)¹⁶.

1. Todo comienza con la convocatoria de la Junta General de Accionistas por parte de la sociedad cotizada, donde se incluirá toda la información relativa a la misma.
2. Esta información, entre la que se incluye el orden del día, deberá ser también recibida por el resto de actores del mercado¹⁷, en tanto que se trata de información de carácter público.
3. Dicha información, será recibida en primera instancia por los custodios locales, para posteriormente ser transmitida a los custodios globales. Esto, dicho con otras palabras, no es otra cosa que la transmisión de la información por parte de los bancos nacionales, presentes principalmente en el mercado de referencia, a otros bancos globales con presencia en una gran variedad de mercados internacionales¹⁸.
4. Posteriormente, esa misma información será remitida a los inversores institucionales. Tal y como explica el Grupo de Expertos, esto se llevará a cabo por medio de diferentes canales, siendo uno de ellos los propios asesores de voto.



Fuente: de elaboración propia a partir de Grupo de Expertos.

¹⁶ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 21).

¹⁷ Entre los que se incluyen los asesores de voto.

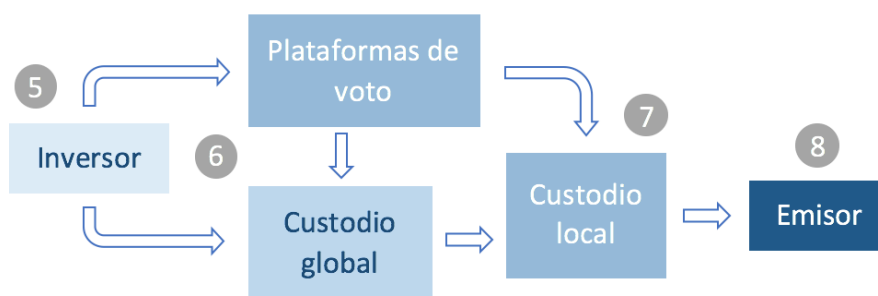
¹⁸ Antonio Pérez, L. (2013). Junta de Accionistas y Agentes intervinientes. Banco Santander, Departamento de *Global Banking & Markets*, 22 de noviembre de 2013. Disponible en https://www.usc.gal/export9/sites/webinstitucional/gl/institutos/crgi/descargas/ponencia1314/RSE_PerezRodriguez_BSantander.pdf

Ésta, sería la primera parte del proceso seguido para la elaboración y emisión del voto: el flujo de información relativo a la Junta General de Accionistas y necesario para la elaboración del mismo. Posteriormente, una vez haya recibido el inversor institucional dicha información, el proceso para la emisión del voto sigue así:

5. El inversor institucional, estudiada la información relativa al orden del día de la Junta General de Accionistas, decidirá el sentido de su voto, ya sea siguiendo la recomendación de su asesor de voto o desviándose de la misma.
6. El inversor institucional, en este caso extranjero, emitirá su instrucción de voto al custodio global, lo que podrá hacer de forma directa o por medio de una plataforma de voto.
7. Dichas plataforma de voto, o el propio custodio global, remitirá la instrucción de voto a los custodios locales.
8. Y finalmente, los custodios locales remitirán a su vez dicha instrucción de voto a la sociedad cotizada emisora.

Según se observa en la figura 2, la instrucción de voto por parte del inversor institucional extranjero viajará de vuelta de los custodios globales a los custodios locales (al contrario que hizo la información relativa a la Junta de Accionistas), para volver así al punto de partida, la sociedad cotizada emisora.

Figura 2: Flujo de la instrucción de voto inversor-emisor.



Fuente: de elaboración propia a partir de Grupo de Expertos¹⁹.

¹⁹ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 22).

3. MARCO ACTUAL DEL ASESOR DE VOTO

3.1. PROBLEMÁTICA CON LA FIGURA DEL ASESOR DE VOTO

Antes de proceder al análisis sobre la problemática que se esconde tras los asesores de voto o *proxy advisors*, debemos tener en cuenta tres premisas:

1. Los asesores de voto son tremendamente influyentes.
2. Ha habido una inapropiada delegación del poder de decisión y de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales a los *proxy advisors*.
3. La existencia de un posible conflicto de interés en los servicios relacionados con el ejercicio del derecho de voto es un serio motivo de preocupación.

3.1.1. Influencia de los asesores de voto

Desde las últimas décadas, son muchos los autores y profesores que han estado manifestando su preocupación por el constante aumento de poder en manos de los asesores de voto.

Tal y como explican los profesores Dr. Lars Klöhn (*Harvard*) y Philip Schwarz (*Ludwig Maximilian University*) en su trabajo “*The Regulation of Proxy Advisors*”, el *U.S. Government Accountability Office (GAO)* publicó en el año 2007 un estudio sobre la estructura del mercado estadounidense de los *proxy advisors*; según el cual, ya por aquel entonces la *Institutional Shareholder Services* o ISS era el asesor de voto más importante del país, con una cuota de mercado del 60%. Se estimó que esta entidad de *proxy advisors* tenía alrededor de 1.700 clientes, lo que en total ascendía a la cantidad de 25,5 billones de dólares estadounidenses²⁰.

En la misma línea, según el trabajo de investigación de George W. Dent Jr. (2015)²¹, en ese mismo año los fondos de inversión poseían, por sí solos, alrededor del 24% de las acciones de las empresas estadounidenses que cotizaban en bolsa, cifra que no ha parado de aumentar desde las últimas décadas. Y para 2015, ya se afirman que la

²⁰ Prof. Dr. Klöhn, L. & Schwarz, P. *The Regulation of Proxy Advisors*. Universidad de *Harvard* (Estados Unidos) y Universidad *Ludwig Maximilian* (Múnich).

²¹ W. Dent Jr., George (junio de 2015). *A defense of proxy advisors*. Case Research Paper in Legal Studies. School of Law, Case Western Reserve University (página 1291).

Institutional Shareholder Services (ISS) controlaba un 1/3 o más de los votos de los accionistas de muchas de las sociedades cotizadas estadounidenses²².

En la actualidad, podemos además mencionar al Prof. Mr. A. F. Verdam, quien en su trabajo *“An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”* (2020), explica como la influencia de los asesores de voto no hace más que crecer, y que el hecho de que un poder tan grande esté concentrado en manos de un número de *proxy advisors* tan reducido es un serio motivo de preocupación. Tal y como se pregunta este autor en su trabajo de investigación, *“¿es deseable que un número tan pequeño de actores tenga tanta influencia en las empresas cotizadas de las economías occidentales?”*²³.

En este sentido, son muchas las objeciones que se pueden hacer con respecto a los inconvenientes que se esconden detrás de esta primera premisa:

1. *“La manera en la que los inversores institucionales dan forma a los criterios de transparencia y responsabilidad.*
2. *El “vacío de intereses” por parte de los asesores de voto.*
3. *El reducido círculo de personas que determinan, en última instancia, el ejercicio del poder fáctico en las juntas generales de accionistas.*
4. *La difuminación existente con respecto a los actores de las Juntas de Accionistas y sus motivos de voto”*²⁴.

Los retos que suponen una influencia excesiva por parte de los asesores de voto son cada vez más obvios. Sus recomendaciones de voto tienen un gran impacto en las decisiones finales adoptadas por las empresas, y el asesoramiento remunerado por parte de expertos externos se tiende a seguir sin miramientos, sobre todo por aquellos clientes que no tienen suficiente experiencia (Prof. Mr. A. F. Verdam, 2020).

Además, no podemos obviar que la competencia en el mercado de los asesores de voto es un tanto escasa, lo que además supone la amenazada de transformar su gran

²² Es cierto que la influencia de los asesores de voto es un tema que ha sido muy cuestionado. Algunos estudios revelan que las recomendaciones de la ISS solamente influye entre el 6% y el 10% de los votos institucionales. Sin embargo, puede deberse a la difícil diferenciación entre, como bien explica George W. Dent Jr. en la página 1292 de su trabajo de investigación, *“correlación estadística y causalidad”*. Los ISS no son la única voz representante de los asesores de voto (W. Dent Jr., George, 2015).

²³ Prof. Mr. A. F. Verdam (febrero de 2020). *An exploration of the the role of proxy advisors in proxy voting*. Ámsterdam: VU University Amsterdam (página 19).

²⁴ Prof. Mr. A. F. Verdam (febrero de 2020). *An exploration of the the role of proxy advisors in proxy voting*. Ámsterdam: VU University Amsterdam (página 20).

influencia en concentraciones de poder con poca transparencia y desvinculadas de las propias empresas sobre las que la ejercen (Prof. Mr. A. F. Verdam, 2020).

Según Ramón Hernández Peñasco en su artículo para la Revista de Derecho de Sociedades (2017), son 3 los factores que han sido determinantes para la importante influencia que tienen los asesores de voto en la actualidad: (i) el constante aumento de los deberes fiduciarios por parte de los inversores institucionales, (ii) el interés por contrarrestar el poder de los administradores y altos directivos en las Juntas Generales de Accionistas, y (iii) el gran auge de las inversiones internacionales en empresas cotizadas de todo el mundo como consecuencia de la constante globalización de la economía²⁵.

3.1.2. Conflictos de interés

Continuando con la argumentación de A. F. Verdam en su trabajo “*An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting*” (2020), el hecho de que las decisiones de los inversores institucionales con respecto al ejercicio de su derecho de voto estén en gran medida determinadas (o por lo menos influenciadas) por un “tercero externo”, hace que la protección de los intereses de los accionistas quede sobre la cuerda floja. Y paradójicamente, eran estos intereses los que precisamente el legislador trataba de proteger cuando decidió impulsar la participación de los inversores institucionales en las Juntas Generales de Accionistas.

Pero el problema no acaba ahí. Verdam también ha manifestado y dado voz a las contradicciones que supone el hecho de que los *proxy advisors*, además de prestar un servicio en cuanto al asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto, también ofrecen un servicio de asesoramiento con respecto a prácticas de buen gobierno corporativo a muchas de las sociedades cotizadas en las que sus propios inversores institucionales tienen invertido su capital.

Según explica este autor, estos dos servicios no deberían ir de la mano, ya que no hacen más que fomentar con más ímpetu que los asesores de voto, a la hora de prestar sus servicios, sigan un enfoque “caso por caso” y no tanto un enfoque específico de la empresa, que es lo que realmente beneficia al inversor institucional.

²⁵ Hernández Peñasco, R. (2016). Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48 (página 2).

El peligro que supone este enfoque “*case-by-case*” es que, a la hora de elaborar la recomendación de voto, el *proxy advisor* no lleva a cabo un análisis sobre la situación específica de la sociedad, su *performance* o su modelo de gobierno; sino que, hasta cierto punto, se limita a seguir una práctica de “*box ticking*” en base a unos criterios preestablecidos y aplicables a todas las sociedades cotizadas; y ello con el fin de ir agrupándolas en diferentes categorías con respecto a las cuales elaborar unas mismas recomendaciones de voto²⁶.

Esto, en conclusión, además de las peligrosas situaciones de conflicto de interés que puede generar, no hace más que potenciar la influencia de los asesores de voto sobre las sociedades cotizadas que mencionábamos antes.

Desde los últimos años, el poder en manos del *proxy advisor* ya no sólo procede de sus recomendaciones de voto, sino también del caso estricto que las administraciones de las empresas hacen a sus asesoramientos sobre la estructura de gobierno corporativo más aconsejable. Lo cual, no parece consistente con la estructura básica empresarial a dos niveles de toda empresa, en la que el Consejo de Administración es un órgano separado de la Junta General de Accionistas, cada uno con su propio régimen de responsabilidad y de derechos de aprobación frente al otro; como parte fundamental del sistema de controles y equilibrios de toda empresa (Prof. Mr. A. F. Verdam, 2020).

3.1.3. Inapropiada delegación de deberes de los inversores institucionales

Como ya mencionamos anteriormente, la SEC consideró que era necesario que los inversores institucionales contasen con un derecho de voto en tanto que herramienta de defensa de los intereses de sus accionistas, razón por la cual decidió incluir esta nueva obligación entre sus deberes fiduciarios. Y algo similar fue también introducido en el marco de la Unión Europea, y ello por medio de la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecieron disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de interés, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

²⁶ Prof. Mr. A. F. Verdam (febrero de 2020). *An exploration of the the role of proxy advisors in proxy voting*. Ámsterdam: VU University Amsterdam (página 13).

Más concretamente, en su artículo 21, se exige a las sociedades de gestión la elaboración de estrategias para determinar, en beneficio de las propias IICs, los supuestos en los que tengan que ejercerse los derechos de voto adscritos a los instrumentos incluidos en sus carteras de inversión, incluyendo las medidas y los procedimientos necesarios para:

- a) “efectuar el seguimiento de los hechos empresariales que sean pertinentes;
- b) garantizar que el ejercicio de los derechos de voto se adecue a los objetivos y a la política de inversión de [...]” la IIC;
- c) prevenir y, en su caso, gestionar cualquier conflicto de intereses derivado del ejercicio de los derechos de voto.

En este sentido, según explica George W. Dent Jr. en su trabajo de investigación “*A defense for proxy advisors*” (2015)²⁷, son muchos los que en EE.UU. han denunciado que los inversores institucionales han delegado de forma indebida sus decisiones de voto a sus *proxy advisors*; y ello debido a que la SEC permitió que los inversores institucionales confiaran directamente en el asesor de voto para cumplir con dicho deber.

Acusan así a esta institución de haber instigado esta actual problemática de delegación indebida de deberes a favor de los *proxy advisors*, al haber obligado a los inversores institucionales a ejercer el derecho de voto y al haberles permitido transmitir dicha responsabilidad a los mismos. Y son más los que, en el plano estadounidense, instan a la SEC a retractarse en dicho requisito o a declarar que la confianza en los asesores de voto no es suficiente para satisfacer el deber fiduciario que estas entidades tienen de cara a su voto por delegación (W. Dent Jr., George, 2015).

No obstante, es innegable la gran ventaja que supone para el inversor institucional poder delegar el ejercicio del derecho de voto a un tercero. El principal objetivo de todo inversor institucional es maximizar el valor de sus carteras, y tiene todo el sentido económico acudir a un tercero externo (pagándole una pequeña cuota) para que investigue si cada *proxy resolution* (o punto del orden del día) se ajusta a dicho objetivo; en vez de tener que incurrir en el gasto de desarrollar dicha actividad de manera interna²⁸.

²⁷ W. Dent Jr., George (junio de 2015). *A defense of proxy advisors*. Case Research Paper in Legal Studies. School of Law, Case Western Reserve University (página 1296).

²⁸ W. Dent Jr., George (junio de 2015). *A defense of proxy advisors*. Case Research Paper in Legal Studies. School of Law, Case Western Reserve University (página 1298).

Por no mencionar que la necesidad de los inversores institucionales de la figura del asesor de voto es mucho más crucial ahora que hace veinte años, y eso debido a que en la actualidad el papel de los accionistas en las Juntas Generales ha cambiado mucho. Desde los últimos años, los inversores institucionales han tenido que empezar a votar sobre una mayor variedad de temas, de superior complejidad y que conllevan disputas mucho más serias; siendo ahora más probable que nunca que el voto de un inversor institucional marque la diferencia²⁹.

3.2. NECESIDAD DE LA FIGURA DE LOS ASESORES DE VOTO

Sin embargo, y sin perjuicio de todo lo anterior, la figura del asesor de voto es muy necesaria, especialmente para los inversores institucionales. Los directores de las empresas (incluidas las instituciones de inversión) no tienen por que tener un conocimiento exhaustivo de todas las áreas y ámbitos de la empresa, y necesitan ayudarse de expertos para poder decidir correctamente sobre las numerosas áreas que requieren de conocimientos especializados.

Como bien explica George W. Dent Jr. (página 1297), sería muy poco práctico y negligente que el Consejo de Administración de cualquier institución que posea acciones en varias empresas públicas discutiera y resolviera por sí misma todas las decisiones a la que se enfrente la entidad. Los consejeros no tienen ni el tiempo ni la experiencia para hacerlo, necesitan del asesoramiento de expertos. De hecho, una de las tareas más importantes de todo Consejo de Administración es decidir qué funciones se llevarán a cabo de forma interna por la propia empresa y cuáles no, acudiendo por tanto a la externalización de dicha función.

En este sentido, no hay ninguna razón por la cual los servicios prestados por los asesores de voto deban ser singularizados y excluidos del derecho general de todo administrador a confiar en un experto. La finalidad de este trabajo de análisis no es ir en contra del asesor de voto y destacar exclusivamente sus carencias e irregularidades, sino resaltar la necesidad de dotar a esta figura de un marco normativo suficiente que le permita tener una correcta acogida en nuestro ordenamiento jurídico.

²⁹ W. Dent Jr., George (junio de 2015). *A defense of proxy advisors*. Case Research Paper in Legal Studies. School of Law, Case Western Reserve University (página 1300).

3.3. INCIDENCIA PRÁCTICA DE LOS ASESORES DE VOTO EN ESPAÑA

En el marco de la inversión institucional española, la figura del asesor de voto no tiene mucho peso, y ello se debe a que nuestros inversores institucionales no suelen hacer uso de sus servicios. A diferencia de lo que hemos visto que ocurre en EE.UU., en nuestro país los inversores institucionales sólo están obligados a votar en las Juntas Generales de Accionistas en supuestos muy concretos³⁰.

¿Pero cuáles son estos supuestos? Para poder responder a esta pregunta, debemos atender primero a lo establecido en la LIIC. Más concretamente, en su artículo 46.1 apartado d), se establece que *“en relación con los fondos gestionados, reglamentariamente se establecerán aquellos supuestos en los que, en atención a la relevancia cuantitativa y al carácter estable de la participación del fondo en el capital de una sociedad, la sociedad gestora estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales”*³¹.

Tal y como nos dice este artículo, en segunda instancia deberemos acudir a lo establecido reglamentariamente. Así, según el RD 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprobó el Reglamento de desarrollo de la LIIC, establece en su artículo 115.1 i) que *“la SGIIC estará obligada a ejercer, con especial atención al derecho de asistencia y voto en las juntas generales, todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en los fondos y sociedades que aquella gestione [...]. La obligación anterior será de aplicación siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación conjunta de los fondos o sociedades gestionados por la SGIIC en la sociedad tuviera una antigüedad superior a doce meses y siempre que dicha participación represente, al menos, el 1% del capital de la sociedad participada [...]”*.

Se establece además, al final del mismo apartado, que *“las sociedades gestoras y, en su caso, las sociedades de inversión, deberán dejar constancia en el correspondiente informe anual de un resumen de su política en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a todos los valores integrados en el conjunto de IIC que aquéllas*

³⁰ Hernández Peñasco, R. (2016). Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48 (página 13).

³¹ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, España, a 5 de noviembre de 2003.

gestionen. Asimismo, informarán del sentido favorable o no del ejercicio de los derechos de voto, o bien del no ejercicio de los mismos”³².

En este sentido, la incidencia práctica de los asesores de voto en nuestro país emana, en mayor medida, de los servicios que éstos prestan a inversores institucionales extranjeros con participaciones en empresas españolas. Sin embargo, tal y como afirma Hernández Peñasco, R. (2016), la influencia de los *proxy advisors* en España sigue siendo una cuestión compleja en cuanto a su medida, aunque se estima que ésta es mucho menor en comparación con otras jurisdicciones. Este autor, considera que aquello es debido a la mayor concentración accionarial existente en las empresas españolas y a la menor presencia de inversores institucionales extranjeros en su accionariado; no obstante, esto está empezando a cambiar.

A partir de lo explicado por Hernández Peñasco en su artículo “*Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas*” (2016), y del artículo de PwC “*Proxy Advisors ¿qué impacto tienen en las sociedades cotizadas?*” (2013), podemos extraer dos conclusiones.

3.3.1. Aumento de la influencia de los asesores de voto

La primera, que la influencia de los asesores de voto está en aumento, y ello debido (i) al incremento del capital flotante de nuestras empresas³³ en los últimos 10 años, (ii) a la creciente inversión extranjera en las mismas; y (iii) a la tendencia, a la baja, del número de sociedades cotizadas en las que existe una única persona física o jurídica que posea la mayoría de los derechos de voto (PwC, página 4) (ANEXO 1).

A continuación, hemos incluido una tabla donde recogemos el porcentaje de capital flotante o *free float* de todas las empresas del Ibex 35 a marzo de 2021, elaborada a partir de uno de los Informes Mensuales de BME sobre este índice bursátil. Como podemos observar, a excepción de casos muy concretos como Endesa, ArcerlorMittal o

³² El caso concreto de los fondos de pensiones, está regulado en el art. 69.7 del RD 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprobó el Reglamento de planes y fondos de pensiones. En dicho artículo se establece que “*la comisión de control del fondo de pensiones deberá ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes y beneficiarios, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo*”, y ello en base a los valores integrados en el fondo con “*relevancia cuantitativa y carácter estable, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos*”.

³³ Tanto en las empresas del IBEX 35 como en las del mercado continuo [PriceWaterhouseCoopers (PwC) (mayo de 2013), *Proxy Advisors ¿qué impacto tienen en las sociedades cotizadas* (página 4)].

Siemens Gamesa, la gran mayoría de las empresas del Ibex 35 tienen un capital flotante superior al 80%, teniendo muchas de las empresas cotizadas un *free float* del 100%.

Figura 3: Capital flotante de las empresas del Ibex 35 a marzo de 2021.

CÓDIGO	NOMBRE DE LA COMPAÑÍA	FREE FLOAT
ACS	ACS Construcciones	100%
ACX	Acerinox	100%
AENA	AENA	80%
ALM	Almirall	80%
AMS	Amadeus IT	100%
ANA	Acciona	80%
BBVA	BBVA	100%
BKIA	Bankia	60%
BKT	Bankinter	100%
CABK	Caixabank	100%
CIE	CIE Automotive	80%
CLNX	Cellnex Telecom	80%
COL	Inmobiliaria Colonial	60%
ELE	Endesa	40%
ENG	Enagas	100%
FER	Ferrovial	100%
GRF	Grifols	100%
IAG	International Airlines Group	100%
IBE	Iberdrola	100%
IDR	Indra	100%
ITX	Inditex	60%
MAP	Mapfre	60%
MEL	Meliá Hoteles	80%
MRL	Merlín Properties	100%
MTS	ArcerlorMittal	20%
NTGY	Naturgy	60%
PHM	Pharmamar	100%
REE	Red Eléctrica	100%
REP	Repsol	100%
SAB	Banco Sabadell	100%
SAN	Banco Santander	100%
SGRE	Siemens Gamesa	40%
SLR	Solaria	80%
TEF	Telefónica	100%
VIS	Viscofan	100%

Fuente: de elaboración propia a partir de BME³⁴.

El capital flotante, o *free float* en inglés, se puede definir como el porcentaje del accionariado de una sociedad cotizada que se encuentra en circulación y que, por tanto, es susceptible de ser negociado y adquirido en bolsa; al no estar controlado por ningún

³⁴ Bolsas y Mercados Españoles (BME) (2021). IBEX 35: Informe Mensual. *Monthly Report*. Sociedad de Bolsas, marzo de 2021. Disponible en <https://www.bmerv.es/docs/Sbolsas/InformesSB/Mensual.pdf>

accionista de forma estable. Así, el incremento que ha experimentado el capital flotante de las empresas españolas en los últimos años es uno de los principales factores detrás del aumento de los servicios de los asesores de voto en nuestro país, dado que ante una mayor cantidad de acciones en circulación, menor es la concentración accionarial y por tanto mayor la posibilidad de que las recomendaciones de voto de los *proxy advisors* influyan en las decisiones de las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades cotizadas.

Figura 4: Porcentaje de voto y volumen de activos en manos de accionistas minoritarios.

SOCIEDAD	ACCIONISTAS MINORITARIOS		
	%VOTO	VOL. ACTIVO (MILLONES €)	VOL. FONDOS PROPIOS (MILLONES €)
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	53,02 %	13.646,82 €	1.729,00 €
ACCIONA, S.A.	55,73 %	8.792,86 €	2.092,18 €
ACERINOX, S.A.	53,43 %	2.204,35 €	1.081,05 €
ACS. ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.	64,66 %	22.812,05 €	2.234,00 €
AENA, S.A.	41,28 %	7.027,22 €	1.799,92 €
AMADEUS IT HOLDING, S.A.	76,16 %	5.334,32 €	1.711,68 €
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (BBVA)	100,00 %	750.078,00 €	50.639,00 €
BANCO DE SABADELL, S.A.	82,58 %	172.284,81 €	10.136,65 €
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	75,92 %	120.446,98 €	9.657,02 €
BANCO SANTANDER, S.A.	100,00 %	340.260,00 €	102.402,00 €
BANKIA, S.A.	35,43 %	73.329,46 €	4.228,11 €
BANKINTER, S.A.	62,31 %	36.550,93 €	36.550,93 €
CAIXABANK, S.A.	40,28 %	127.992,37 €	9.533,72 €
DIA-DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTOS, S.A.	56,02 %	1.928,56 €	175,57 €
ENAGAS, S.A.	32,03 %	2.482,94 €	742,75 €
ENDESA	29,89 %	8.741,33 €	2.701,76 €
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS (FCC)	0,00 %	0,00	0,00
FERROVIAL	56,04 %	14.225,19 €	3.665,58 €
GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA	75,04 %	3.482,36 €	1.145,79 €
GAS NATURAL, SDG	31,54 %	15.180,83 €	4.531,35 €
GRIFOLS	55,87 %	5.364,48 €	1.539,41 €
INTERNATIONAL AIRLINES GROUP	63,64 %	14.546,83 €	2.217,85 €
IBERDROLA	79,54 %	83.249,89 €	29.556,00 €
INDITEX	40,59 %	7.045,27 €	4.631,40 €
INDRA SISTEMAS	65,38 %	2.003,43 €	192,24 €
MAPFRE	0,00 %	- €	€
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN	48,51 %	672,42 €	515,05 €
MERLIN PROPERTIES	79,00 %	2.550,01 €	2.258,91 €
OBRASCÓN HUARTE LAIN (OHL)	30,52 %	4.666,18 €	1.540,31 €
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN	80,00 %	8.478,35 €	2.219,80 €
REPSOL	73,96 %	46.651,75 €	19.813,14 €
SACYR	60,00 %	6.274,48 €	993,68 €
TÉCNICAS REUNIDAS	62,74 %	2.266,95 €	249,40 €
TELEFÓNICA	80,10 %	98.502,17 €	22.072,36 €

Fuente: Cristina Cabrera Redondo (mayo de 2017). Concentración accionarial y estructuras de control de las empresas del Ibex 35. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Sevilla.

Para concluir, en esta tabla (figura 4) podemos ver reflejado otro de los principales factores detrás del aumento de los servicios de los asesores de voto en nuestro país, el decremento del número de empresas que tiene un única persona física o jurídica que posee la mayoría de los derechos de voto. Como podemos observar, en la mayoría de las empresas incluidas (la mayoría de ellas cotizadas en el Ibex 35) más del 50% de los derechos de voto están en manos de accionistas minoritarios.

3.3.2. Correlación entre recomendaciones de voto y resultados de las Juntas

Como segunda conclusión, se puede afirmar que existe “*una evidente correlación*”³⁵ entre las recomendaciones emitidas por los asesores de voto y los resultados obtenidos en las Juntas Generales de Accionistas con respecto a los asuntos que se consideran relevantes para los *proxy advisors*.

Entre estas cuestiones de carácter relevante para los asesores de voto, y sin ánimo de exhaustividad, podemos destacar (Hernández Peñasco, R., 2016):

- i. Relativas al Consejo de Administración:
 - Nombramiento, reelección y retribución del Consejo de Administración.
 - Porcentaje de Consejeros independientes y su política de selección.
 - Nombramiento de los Consejeros Dominicales.
 - Composición de las Comisiones del Consejo de Administración.
 - Acumulación de las funciones de Presidente del Consejo y máximo ejecutivo.
 - Objetividad de los criterios de evaluación del desempeño.
 - Límites en la indemnización por cese.
- ii. Relativas a la relación entre socio y sociedad:
 - Dilución en aumentos de capital sin derecho de suscripción preferente.
 - Alteración en el principio de igualdad de trato a los accionistas³⁶.
- iii. Otras cuestiones:
 - Auditor de cuentas de la sociedad.
 - Emisión de obligaciones.
 - Precio máximo en la compra de acciones propias.

³⁵ Hernández Peñasco, R. (2016). Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48 (página 13).

³⁶ Por ejemplo, limitaciones máximas del ejercicio del derecho de voto para un mismo accionista.

4. OPCIONES DE REGULACIÓN

4.1. LA ESMA Y LOS PROXY ADVISORS

La *European Securities and Markets Authority* ha publicado numerosos *reports*, *discussion papers* y *press releases* con respecto a los asesores de voto. Algunos ejemplos son el *Discussion Paper “An overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options”* de 22 de marzo de 2012; el *Report “Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis”* de 18 de diciembre de 2015; o el *Press Release “Proxy Advisors take steps towards increased transparency”* también de 18 de diciembre de 2015.

No obstante, el primer *discussion paper* antes mencionado es de especial relevancia, y ello porque nos permite conocer cuáles son las consideraciones y opciones de regulación que baraja la ESMA en cuanto a los asesores de voto. Más concretamente, en este *discussion paper* la Autoridad Europea de Valores y Mercados³⁷ propone 4 opciones de regulación³⁸, las cuales vamos a analizar brevemente a continuación.

4.1.1. Opción 1: ninguna acción por parte de la UE³⁹

La primera de las opciones barajada por la ESMA es la de proponer a la Comisión Europea que no tome medidas con respecto a los asesores de voto a nivel de la UE (o por lo menos por el momento). Esto, supondría asumir que en Europa en su conjunto el mercado de los asesores de voto aún se encuentra en una primera etapa de desarrollo: mientras en algunos países ya se ha dado una gran proliferación de los servicios de esta figura⁴⁰, en otros países apenas tienen presencia.

Así, el establecimiento de estándares en cuanto al ejercicio de las funciones de los asesores de voto sólo sería necesario en aquellos países en los que los mismos tienen suficiente relevancia. Y dada la heterogeneidad de los mercados de asesores de voto en los distintos países de la UE, tendría poco sentido implementar ningún tipo de regulación

³⁷ *European Securities and Markets Authority* o ESMA en inglés y Autoridad Europea de Valores y Mercados o AEVM en español.

³⁸ *European Securities and Markets Authority* (marzo de 2012). *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* (página 34).

³⁹ *European Securities and Markets Authority* (marzo de 2012). *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* (páginas 34 y 35).

⁴⁰ Como Francia, Alemania, Países Bajos o Reino Unido.

unitaria a nivel europeo; siendo más práctico optar por regulaciones nacionales para aquellos países que lo consideren necesario.

No obstante, se puede argumentar en contra de esta opción que los servicios prestados por parte de los asesores de voto van dirigidos a inversores institucionales que pueden tener grandes sumas de dinero invertidas en sociedades de diferentes Estados Miembros, y por tanto con actividad a nivel europeo en general. Razón por la cual, podría no ser muy beneficioso tener diferentes estándares, códigos o prácticas regulatorias a nivel nacional que harían cualquier cosa menos aportar una regulación consistente al conjunto de la Unión Europea.

4.1.2. Opción 2: autorregulación a nivel sectorial o nacional

Esta opción prevé alguna forma de compromiso informal entre las autoridades europeas (la ESMA y/o la Comisión Europea), los Estados Miembros y la industria, con el objetivo de desarrollar estándares que se ajusten a los mercados europeos; bien sea siguiendo una perspectiva nacional y solicitando a los Estados Miembros la creación de códigos a nivel estatal, bien sea siguiendo una perspectiva sectorial e instando a los asesores de voto a la creación de su propio código de conducta⁴¹.

En caso de que se quisiese buscar un enfoque más formal, se podría prever la creación por parte de la Comisión Europea de una recomendación destinada a motivar a los Estados Miembros o a la industria a crear estándares que pudiesen ser aplicados a los asesores de voto. Sin embargo, esto implicaría quedarse en el ámbito de la recomendación, sin llegar por tanto a ninguna regulación o legislación formal por parte de la UE; lo que nos lleva al principal argumento en contra de esta opción: que dichos estándares no serían vinculantes y no podrían aplicarse directamente.

4.1.3. Opción 3: instrumentos normativos cuasi vinculantes a nivel de la UE

Esta opción supondría la creación de instrumentos regulatorios como tal, pero ello sin llegar a ser regulación vinculante a nivel de la UE, como si ocurrirá con la opción cuarta. Para conseguirlo, se pueden seguir diferentes vías.

⁴¹ European Securities and Markets Authority (marzo de 2012). *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* (página 35).

Una posibilidad sería la creación, a través de una Regulación o Directiva de la UE, de estándares basados en un “*comply or explain*”⁴². Es decir, la persona o sociedad a quien vayan dirigidos estos estándares tendrá que elegir entre ajustarse a los mismos o, en caso contrario, explicar públicamente por qué han decidido no cumplir con los estándares.

Otra posibilidad sería la creación de recomendaciones o guías por parte de la propia ESMA, con el objetivo de establecer prácticas de supervisión que sean coherentes, eficientes y eficaces dentro del Sistema Europeo de Supervisión Financiera.

La ventaja de esta opción tercera sería la de crear un enfoque armonizado a nivel comunitario, al tiempo que permite cierto grado de flexibilidad a favor de la industria en comparación con una regulación directa; por no mencionar que encajaría perfectamente con la naturaleza “*comply or explain*” propia de los códigos de gobierno corporativo. No obstante, un argumento en contra es la gran dificultad que supondría la creación de estándares de conducta aplicables en toda la UE, teniendo en cuenta la gran variedad de servicios que prestan los asesores de voto en los diferentes Estados Miembros.

4.1.4. Opción 4: instrumentos legislativos vinculantes a nivel de la UE

Esta última opción, como bien indica su nombre, supondría la introducción de legislación vinculante a nivel de la Unión Europea. Esta legislación no sólo cubriría aspectos básicos de la actividad de los *proxy advisors* (como pueden ser los conflictos de interés u otros criterios de transparencia), sino que además incluiría una regulación más amplia con medidas sobre la autorización, registro o supervisión de esta figura; bien sea de la mano de instituciones nacionales competentes, o de la propia ESMA.

En esta línea, se podría argumentar a favor de esta opción que, dada la influencia que los asesores de voto ejercen sobre los inversores institucionales (y en última instancia sobre las sociedades cotizadas) y el número tan limitado de actores en los mercados de *proxy advisors* de la UE; el poder en manos de los asesores de voto es inapropiado y desmedido, por lo que sería necesario someterlos a un marco jurídico más estricto.

⁴² European Securities and Markets Authority (marzo de 2012). *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* (página 35).

En cuanto a los argumentos en contra, se podría justificar que la introducción de este tipo de legislaciones vinculantes tan estrictas podrían resultar inapropiadas al someter a los asesores de voto (que no dejan de ser asesores en sentido estricto) a regímenes más estrictos que los actualmente aplicables a los emisores (en términos de gobierno corporativo) y a los inversores (en términos de gestión o administración).

Por no mencionar, que todo ello podría suponer un gran impacto en el mercado europeo de los *proxy advisors*, cambiando por completo su dinámica. Este impacto podría no ser del todo deseado, teniendo en cuenta que nos encontramos en un momento en el que lo que el mercado de los asesores de voto necesita es precisamente más competencia.

4.2. LA CNMV Y LOS ASESORES DE VOTO

Ya el expresidente de la CNMV, Sebastián Albella, defendía durante su presidencia en 2018 la introducción de medidas que aportasen una mayor transparencia en el mercado de los asesores de voto. Y ello con el fin de que publicasen sus recomendaciones y de que hubiese una mayor implicación por parte de los inversores institucionales en el seguimiento de las sociedades⁴³.

Además, Albella explicaba cómo los asesores de voto tienen cada vez más importancia en los mercados, siendo por tanto preciso regular el sentido de sus recomendaciones e instarles a que expliquen, de manera anual, en qué medida se han llegado a aplicar sus consejos.

En este sentido, tal y como explica la CNMV en su propia página web⁴⁴, cuando este organismo regulador detecta asuntos de interés que merecen ser específicamente evaluados por la propia Comisión y por expertos en la materia, elabora lo que denomina “*Documentos de Grupo de Expertos*”. Y este es precisamente el caso de los *proxy advisors*, para los que la CNMV, en colaboración con Grupo de Expertos, elaboró el “*Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy*

⁴³ Finanzas.com (septiembre de 2018). La CNMV defiende que los asesores de voto publiquen sus recomendaciones. Revista de Inversión. Mercados, 24 de septiembre de 2018. Disponible en https://www.finanzas.com/mercados/la-cnmv-defiende-que-los-asesores-de-voto-publiquen-sus-recomendaciones_13914261_102.html

⁴⁴ Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=29>

Advisors en relación con los emisores españoles”, como respuesta al *Discussion Paper* emitido por la ESMA antes analizado⁴⁵.

Así, en base a las cuatro opciones de regulación propuestas por la ESMA, la CNMV junto con el Grupo de Expertos se decantó por la opción tercera. Del análisis de las cuatro alternativas propuestas por la ESMA concluyen que, por un lado, no debemos ignorar los problemas y riesgos que se pueden derivar que los servicios de los *proxy advisors*; y por el otro, que la adopción de una regulación y de medidas de supervisión no es actualmente la opción más aconsejable.

No obstante, la CNMV y el Grupo de Expertos entienden que la posibilidad de implementar una regulación, así como medidas de supervisión, para los asesores de voto (opción cuarta) no debe ser descartada. Según los mismos, esta opción podría ser perfectamente justificada en caso de que, además de producirse una mayor proliferación de los servicios de los asesores de voto y su mercado, se llegasen a constatar los riesgos y peligros asociados a su actividad. Lo que probaría la insuficiencia de un código de conducta de adhesión voluntaria (opción tercera) (Grupo de Expertos, 2012).

Sin embargo, tanto el Grupo de Expertos como este importante organismo de control consideran que la opción más recomendable en la actualidad sería la creación de un código de conducta, en línea con la opción tercera propuesta por la ESMA. Y más concretamente, de entre las dos perspectivas recogidas en dicha opción, creen que la mejor elección sería la elaboración de un código de conducta a nivel comunitario de aplicación directa a los asesores de voto. Este código, que estaría basado en el principio “cumplir o explicar” o “*comply or explain*”, permitiría establecer un marco comunitario armonizado en torno a las actividades de los *proxy advisors*, sometiéndoles a los necesarios estándares de actuación con el fin de garantizar que el desempeño de sus funciones atiende al mejor interés de sus clientes, los inversores institucionales⁴⁶.

⁴⁵ European Securities and Markets Authority (marzo de 2012). *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*.

⁴⁶ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 35).

5. REGULACIÓN VIGENTE

5.1. APORTACIONES DE LA NUEVA DIRECTIVA EUROPEA SOBRE IMPLICACIÓN DE ACCIONISTAS A LARGO PLAZO

5.1.1. Consideraciones previas

La directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, comienza recogiendo 57 consideraciones previas en las que se basará la propia directiva, y que conviene mencionar a continuación dado que algunas de esas consideraciones hacen referencia directa al *proxy advisor*.

Los asesores de voto aparecen mencionados por primera vez en el apartado 25, que reza lo siguiente:

“Muchos inversores institucionales y gestores de activos utilizan los servicios de los asesores de voto consistentes en investigar, asesorar y recomendar cómo votar en las juntas generales de las sociedades cotizadas. Si bien los asesores de voto desempeñan un papel importante en lo que respecta al gobierno corporativo contribuyendo a reducir los costes de los análisis relativos a la información de las sociedades, también pueden tener una influencia considerable en el comportamiento de los inversores respecto del voto. En particular, los inversores con carteras muy diversificadas y muchas acciones de sociedades extranjeras recurren más a recomendaciones en materia de voto”⁴⁷.

En línea con lo ya explicado en páginas anteriores, en esta consideración previa la Directiva explica como los servicios del asesor de voto son una gran ventaja desde el punto de vista de los costes relativos a los análisis de las sociedades cotizadas. Pero también nos explica como su influencia puede llegar a ser determinante, sobre todo para aquellos inversores que gestionan carteras muy diversificadas y con las que invierten en una gran variedad de sociedades internacionales; los inversores institucionales.

En el siguiente apartado, número 26, se hace referencia a la necesaria transparencia y deberes fiduciarios del asesor de voto. Más concretamente, la Directiva nos dice que *“los asesores de voto deben estar sujetos a requisitos de transparencia”* y

⁴⁷ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, apartado 25, página 5.

que “*los Estados miembros deben garantizar que, los asesores de voto que estén sujetos a un código de conducta, informen efectivamente sobre la aplicación de dicho código*”⁴⁸.

Así, esta Directiva resalta la importancia en cuanto a la revelación de determinados datos esenciales relacionados las recomendaciones de voto por parte de los *proxy advisors*; principalmente con respecto a posibles conflictos de interés que puedan influir en las mismas. La Directiva establece que dicha información deberá permanecer pública por un período no inferior a 3 años, con el fin de que los inversores institucionales puedan elegir a sus *proxy advisors* teniendo en cuenta sus trayectorias en el pasado.

Más adelante, en el apartado número 27, se hace referencia a los asesores de voto con domicilio social y establecimiento principal fuera de la Unión Europea, los cuales podrán “*proporcionar análisis sobre sociedades de la Unión [...] con el fin de garantizar condiciones equitativas entre los asesores de voto de la Unión y los de terceros países*”⁴⁹.

Finalmente, y como última consideración previa a los artículos de la Directiva, en el apartado número 45 se hace referencia a los requisitos de transparencia aplicables a las sociedades, los inversores institucionales, los gestores de activos y también a los asesores de voto. Especificando, asimismo, que en ningún caso se trata de una transparencia basada en la publicación de información específica que pudiera perjudicar gravemente la posición de cualquiera de estas figuras.

5.1.2. Artículos

La Directiva 2017/828 sólo cuenta con 4 artículos. El primero, dedicado a las modificaciones que supondrá para la Directiva 2007/36/CE; el segundo, destinado a su transposición; el tercero, a su entrada en vigor; y el cuarto y último, orientado a los destinatarios de la Directiva. En este apartado, nos centraremos en aquellos aspectos del artículo primero que traten sobre los *proxy advisors*.

a. Estado miembro competente para regular al asesor de voto

El primer apartado del artículo primero, en su subapartado a), trata sobre la modificación del artículo primero de la Directiva 2007/36/CE. En él, tras una breve

⁴⁸ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, apartado 26, página 5.

⁴⁹ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, apartado 27, página 5.

referencia a la finalidad de esta Directiva, se establece cuál es el Estado miembro competente para regular las cuestiones tratadas en la misma.

Así, con respecto a los asesores de voto, el Estado miembro competente será *“el Estado miembro en el que el asesor de voto tenga su domicilio social o, en los casos en que el asesor de voto no tenga su domicilio social en un Estado miembro, el Estado miembro en el que el asesor de voto tenga su establecimiento principal”*⁵⁰.

b. Ámbito de aplicación del Capítulo I ter.

Según el subapartado d), todavía en el primer artículo de la Directiva 2017/828, se añadirán dos nuevos apartados⁵¹ al artículo primero de la Directiva 2007/36/CE. Más concretamente, se incorporará un nuevo apartado sexto en el que se determinará el ámbito de aplicación del Capítulo I *ter*, que analizaremos más adelante. Dicho capítulo I *ter*, que trata sobre la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto; se aplicará únicamente a *“los asesores de voto en la medida en que presten servicios a los accionistas en relación con las acciones de sociedades que tengan su domicilio social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado que esté situado u opere en un Estado miembro”*⁵².

c. Definición de asesor de voto

Continuando con el artículo primero, ahora en su apartado segundo y subapartado b), se añaden nuevas letras al artículo segundo de la Directiva 2007/36/CE, siendo una de ellas la “g” y donde se aporta una definición del asesor de voto:

“Una persona jurídica que analice, con carácter profesional y comercial, la información revelada por las empresas y, cuando sea pertinente, otra información de las empresas cotizadas, con el fin de que los inversores cuenten con información para adoptar decisiones de voto facilitándoles estudios,

⁵⁰ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado primero, subapartado a), página 10.

⁵¹ Números 5 y 6.

⁵² Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado 1, subapartado d), página 11.

asesoramiento o recomendaciones de voto relacionados con el ejercicio de derechos de voto”⁵³.

d. *Capítulo I ter*

Más adelante, en el apartado tercero del artículo primero, se recogen unos nuevos capítulos que se incluirán en la directiva modificada. El primer capítulo que hará referencia a los asesores de voto será el nuevo Capítulo *I ter* antes mencionado, el cual tratará, como ya hemos dicho, sobre la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto. Más concretamente, en dicho capítulo se incluirán los siguientes artículos aplicables a los asesores de voto.

i. *Artículo 3 octies*

Este nuevo Capítulo *I ter* incluye un primer artículo, el 3 *octies*, sobre la política de implicación. En cuanto a los asesores de voto, según el subapartado b) del apartado primero, los inversores institucionales y los gestores de activos tendrán que revelar públicamente, y con carácter anual, como se ha llevado a cabo la aplicación de sus políticas de implicación, incluyendo, entre otras cosas, el recurso a los servicios de los *proxy advisors*.

iv. *Artículo 3 decies*

A continuación, en el artículo 3 *decies* sobre la transparencia de los gestores de activos, se establece en líneas generales que los Estados Miembros deberán garantizar que los gestores de activos pongan en conocimiento del inversor institucional determinadas informaciones con carácter anual⁵⁴. Y entre dichas informaciones, deberá incluirse también toda la información relativa al “*uso de los asesores de voto para fines de actividades de implicación y su política de préstamo de valores, y el modo en que se aplica para cumplir sus actividades de implicación si procede*”⁵⁵.

⁵³ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado 2, subapartado b), página 12.

⁵⁴ Como su estrategia de inversión o los principales riesgos asociados a la misma.

⁵⁵ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado 3, artículo 3 *decies*, apartado primero, página 17.

iii. *Artículo 3 undecies*

Posteriormente, encontramos un artículo de nueva inclusión en la Directiva 2007/36/CE que trata de llenar a los asesores de voto. Más concretamente, estamos hablando del nuevo artículo 3 *undecies* sobre la transparencia de los *proxy advisors*.

En su primer apartado, se indica que “*los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto hagan referencia pública al código de conducta que apliquen e informen sobre su aplicación*”⁵⁶. Hasta ahora, esta Directiva no había hecho nunca ninguna referencia de forma directa a un posible control de las funciones de los asesores de voto. Hasta este artículo, se ha venido incluyendo principalmente al *proxy advisor* como parte de la información que debe ser revelada públicamente por parte de otras figuras para su control⁵⁷, pero hasta ahora no habíamos visto como se plantea esta directiva la transparencia directamente aplicable a un asesor de voto. El primer apartado dice así:

*“Cuando los asesores de voto no apliquen ningún código de conducta, explicarán el motivo de manera clara y razonada. Cuando los asesores de voto apliquen un código de conducta pero se aparten de alguna de sus recomendaciones, harán constar qué partes no están siguiendo, darán explicaciones sobre los motivos y explicarán, en su caso, las medidas alternativas adoptadas. La información a que se refiere el presente apartado se hará pública de forma gratuita en los sitios web de los asesores de voto y será actualizada anualmente”*⁵⁸.

Más adelante, en el segundo apartado de este artículo, se establece que los Estados Miembros deberán garantizar a los clientes de los asesores de voto que éstos les informarán debidamente de la exactitud y fiabilidad de sus actividades; publicando “*cada año, como mínimo, toda la información [...] sobre la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto [...]*”⁵⁹.

A continuación, se aporta una enumeración sobre qué se entiende por el “mínimo” de información que necesariamente deberá publicarse, entre lo que se incluye, por

⁵⁶ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado 3, artículo 3 *undecies*, apartado primero, página 18.

⁵⁷ Como era el caso de los gestores de activos o los inversores institucionales.

⁵⁸ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado 3, artículo 3 *undecies*, apartado primero, página 18.

⁵⁹ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado 3, artículo 3 *undecies*, apartado segundo, página 18.

ejemplo, las características esenciales de los métodos y los modelos aplicados o las principales fuentes de información utilizadas. Dicha información, deberá ponerse a disposición del público en las propias páginas web de los asesores de voto, y deberá permanecer disponible de forma gratuita por un período mínimo de 3 años a partir de su fecha de publicación.

Finalmente, en el siguiente apartado, apartado tercero y dedicado a los conflictos de interés, se hace referencia a cómo los Estados Miembros deberán garantizar que los asesores de voto determinen y comuniquen a sus clientes cualquier posible conflicto de interés, sea este real o potencial; o cualquier posible relación empresarial que pueda influir en la preparación y elaboración de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto.

5.2. APORTACIONES DEL PROYECTO DE LEY PARA SU TRASPOSICIÓN

El pasado 7 de septiembre, se publicó en el Boletín Oficial de las Cortes Generales el Proyecto de Ley 121/000028 por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Este Proyecto de Ley, como ya sabemos, tiene por objeto transponer a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por medio de la cual, como ya hemos analizado en el apartado anterior, se modifica la Directiva 2007/CE/36 en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

5.2.1. Exposición de motivos

Lo primero que cabe destacar sobre este Proyecto de Ley, es el apartado V de la exposición de motivos⁶⁰. En él, se recoge la primera referencia directa al asesor de voto, y ello por medio de una primera introducción al contexto actual de los *proxy advisors*. Más concretamente, el apartado V establece lo siguiente:

⁶⁰ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, exposición de motivos, apartado V, página 5.

“La importancia creciente de los asesores de voto y los potenciales conflictos de interés en los que pueden incurrir, recomienda su regulación a nivel Europeo. En España, su regulación podría realizarse a través de la modificación de diversas leyes, ya sea en sede normativa societaria, de la inversión colectiva o del mercado de valores. Sin embargo, parece más apropiado que la reforma legal se aborde en el texto refundido de la Ley de Mercado de Valores [...]”⁶¹.

Así, según el Proyecto de Ley la opción más viable para regular la figura del asesor de voto en nuestro ordenamiento jurídico es por medio del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, ya que las obligaciones que se le imponen al asesor de voto no innovan el contrato de sociedad, y la información que éstos utilizan para ejercer su función principal de asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto nace de la información regulada en dicha Ley.

5.2.2. Artículos

Este Proyecto de Ley cuenta con 5 artículos, cada uno de los cuales supone la modificación de una Ley concreta. El artículo primero modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva; el artículo segundo el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital; el artículo tercero la Ley 22/2014, de 12 de diciembre, por la que se regulan las entidades capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado; el artículo cuarto la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas; y el artículo quinto y último, el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

En este sentido, en este apartado vamos a analizar los artículos primero, tercero y quinto; en tanto que son sólo estos tres artículos los regularán la figura del *proxy advisor*, bien de forma indirecta (primero y tercero), bien de forma directa (artículo quinto).

a. Artículo primero

Según hemos mencionado, por medio del artículo primero de este Proyecto de Ley se modifica la Ley Instituciones de Inversión Colectiva. Más concretamente, este primer

⁶¹ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, exposición de motivos, apartado V, página 5.

artículo supondrá dos modificaciones para dicha Ley, siendo la segunda de ellas la que aquí interesa y por la que se introducen dos nuevos artículos: art. 47 ter y art. 47 quáter.

Con respecto al primero de ellos, sobre política de implicación, se establece en su apartado segundo que las sociedades gestoras deberán hacer pública, con carácter anual, la aplicación de su política de implicación; incluyendo, entre otras cosas, el recurso al servicio de los asesores de voto⁶².

b. Artículo tercero

Este artículo supondrá, a su vez, la introducción de dos nuevos artículos (el art. 67 bis y el art. 67 ter) en la Ley de regulación de las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva y sociedades gestoras de IIC de tipo cerrado.

Sin detenernos mucho en ello, simplemente mencionar que el nuevo art. 67 bis sobre política de implicación introducirá en esta ley lo mismo que el art. 47 ter en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva: la publicación, con carácter anual y por parte de las sociedades gestoras, de la aplicación de sus políticas de implicación, incluyendo, entre otras cosas, el recurso a los servicios de los asesores de voto⁶³.

c. Artículo quinto

Finalmente, por medio de este último artículo, se llevarán a cabo treinta y una modificaciones en el texto refundido de la Ley de Mercado de Valores. No obstante, de cara a nuestro objeto de análisis, nos centraremos principalmente en la modificación número dieciséis.

Ésta modificación supondrá la introducción de un nuevo capítulo X denominado <<Asesores de voto>>; capítulo que será introducido en el Título IV de esta ley y que comprenderá los nuevos artículos 137 bis a 137 quinquies. Procedemos a analizar individualmente cada uno de ellos.

⁶² Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo primero, modificación segunda, art. 47.2 ter, página 11.

⁶³ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo tercero, art. 67.2 bis, página 31.

i. Artículo 137 bis <<Asesores de voto>>

Lo primero que dice este artículo, es que el mismo sólo será de aplicación a aquellos asesores de voto que presten sus servicios en relación con sociedades cotizadas con domicilio social en la UE y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado que también opere en la UE. No obstante, se establecen además unos requisitos adicionales, en función de los cuales este artículo también será de aplicación a todos aquellos asesores de voto que:

- a) *“tenga su domicilio social en España,*
- b) *no tenga su domicilio social en un Estado miembro de la Unión Europea, pero tenga su establecimiento principal en España; o*
- c) *no tenga ni su domicilio social ni su establecimiento principal en un Estado miembro de la Unión Europea, pero tenga un establecimiento en España”*⁶⁴.

Dicho con otras palabras, lo que art. 137.1 bis establece es que lo recogido en el mismo será de aplicación a todo asesor de voto que, además de prestar servicios con respecto a sociedades cotizadas que tengan su domicilio social en la UE y coticen en un mercado que opere en ella; tengan el domicilio social, un establecimiento principal o al menos un establecimiento en territorio español.

En cuanto al art. 137.2 bis, este segundo apartado incluye una definición del asesor de voto, según la cual:

*“[...] se entenderá por asesor de voto aquella persona jurídica que analiza con carácter profesional y comercial la información que las sociedades cotizadas están legalmente obligadas a publicar y, en su caso, otro tipo de información, para asesorar a los inversores en el ejercicio de sus derechos de voto mediante análisis, asesoramiento o recomendaciones de voto”*⁶⁵.

Y finalmente, el art. 137 bis termina añadiendo en su apartado tercero que todas aquellas entidades que cumplan con los requisitos mencionados en los dos apartados

⁶⁴ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo quinto, modificación número dieciséis, art. 137.1 bis, página 36.

⁶⁵ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo quinto, modificación número dieciséis, art. 137.2 bis, página 36.

anteriores deberán comunicarlo así a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

ii. Artículo 137 ter <<Código de conducta>>

Según este artículo, los asesores de voto deberán publicar la referencia del código de conducta que hayan decidido aplicar, así como informar sobre la forma en que lo hayan hecho. Sin embargo, no todos los asesores de voto tienen por qué ajustarse a un código de conducta, por lo que el art. 137.1 ter continua diciendo que, en ese caso, tendrán que hacer una exposición de motivos de manera clara y razonada⁶⁶.

El artículo concluye con su apartado segundo, en el que se hace una breve referencia a la publicación y actualización de la información mencionada en el apartado anterior. Así, se deberá publicar gratuitamente en las propias páginas web de los asesores de voto y deberá ser actualizada anualmente.

iii. Artículo 137 quáter <<Informe anual>>

El artículo 137 quáter, en su apartado primero, establece la obligación de los asesores de voto de publicar un informe anual, cuya finalidad será *“que sus clientes estén debidamente informados acerca de la exactitud y fiabilidad de sus actividades”*⁶⁷. Dicho informe, deberá contener como mínimo la siguiente información:

- a) *“las características importantes de los métodos y los modelos aplicados,*
- b) *las principales fuentes de información utilizadas,*
- c) *los procedimientos implantados para garantizar la calidad de las investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto y la cualificación del personal destinado a esas funciones,*
- d) *el grado y forma de consideración de las condiciones del entorno del mercado y las condiciones específicas de la sociedad cotizada en cuestión,*
- e) *las características importantes de las políticas de voto que aplican a cada mercado,*

⁶⁶ Esto, también será de aplicación para aquellos supuestos en los que, teniendo un código de conducta, el asesor de voto haya decidido desviarse del mismo.

⁶⁷ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo quinto, modificación número dieciséis, art. 137.2 quáter, página 37.

- f) *el grado y la forma en la que mantienen cauces de comunicación con las sociedades que son objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con otras partes interesadas en la sociedad; y*
- g) *la política relativa a la prevención y a la gestión de conflictos de intereses potenciales*⁶⁸.

El artículo concluye estableciendo que los asesores de voto pondrán toda esta información a disposición del público a través de sus páginas webs, donde deberá permanecer disponible y de forma gratuita durante un período mínimo de tres años desde la fecha de su publicación.

iv. Artículo 137 quinquies <<Conflictos de intereses>>

El último artículo del capítulo X, y último artículo destinado a los asesores de voto en este Proyecto de Ley, trata sobre los conflictos de interés, sin duda cuestión de vital importancia y que puede perjudicar en gran medida al inversor.

Según este artículo, los asesores de voto tendrán que informar a sus clientes sin demora alguna de cualquier conflicto de interés real o potencial, así como de cualquier relación de negocio que pudiese influir en la elaboración de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto. Incluyéndose, además, una detallada comunicación al cliente sobre las medidas concretas destinadas a eliminar, gestionar o mitigar dichos conflictos de interés.

v. Otras modificaciones del artículo quinto

Como dijimos, en este apartado nos hemos centrado principalmente en la modificación número dieciséis, por ser claramente la más relevante con respecto al asesor de voto. No obstante, son más las modificaciones incluidas en este artículo que tratan sobre los *proxy advisors*, aunque sin duda de manera más indirecta o tangencial; y así es el caso de las modificaciones número 17, 18 y 24.

En este sentido, y para concluir con el análisis de este Proyecto de Ley, consideramos necesario mencionar brevemente las modificaciones número 18 y 24, en

⁶⁸ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo quinto, modificación número dieciséis, art. 137.2 quáter, página 37.

tanto que aportan una regulación importante con respecto al control de las actividades de los asesores de voto.

Así, con respecto a la modificación número 18, se introduce un nuevo párrafo 9º en el artículo 233.1 a) de la Ley de Mercado de Valores. Más específicamente, este artículo trata sobre el ámbito de supervisión, inspección y sanción de esta Ley, y a partir de este nuevo párrafo, se incluirá también al asesor de voto entre las personas y entidades sujetas a dicho control.

Y con respecto a la modificación número 24, se introduce un nuevo apartado 22 en el art. 282 de la Ley de Mercado de Valores. Este artículo trata sobre las infracciones por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado, especificando qué infracciones u omisiones son consideradas como muy graves.

En esta línea, se incluye en el apartado 22 una nueva infracción grave por parte de los asesores de voto, que estará constituida por *“el incumplimiento no ocasional o aislado por parte de los asesores de voto de la obligación de publicar de forma gratuita en su página web las informaciones a que se refieren los artículos 137 ter y 137 quáter, o de determinar y comunicar sin demora a sus clientes cualquier conflicto de intereses real o potencial o cualesquiera relaciones de negocio que puedan influir en la elaboración de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y las medidas adoptadas para eliminar, mitigar o gestionar los conflictos de intereses reales o potenciales”*⁶⁹.

Básicamente, estaríamos hablando de la calificación como infracción grave del incumplimiento por parte de los asesores de voto de aquellas obligaciones establecidas en el nuevo capítulo X, o dicho de otra manera, el incumplimiento de los artículos 137 bis al 137 quinquies antes analizados.

⁶⁹ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo quinto, modificación número veinticuatro, página 40.

6. VALORACIÓN DE LA REGULACIÓN VIGENTE

Algunos autores, como George W. Dent Jr. en su trabajo de investigación “*A Defense of Proxy Advisors*” (2015), consideran que no es necesario ningún tipo de regulación específica más allá de lo que hacen esta Directiva europea y su consiguiente Proyecto de Ley: remitirse a los propios códigos de conducta de los asesores de voto.

Dent Jr. entiende que la dinámica actual de justificar la necesidad de implementar una legislación concreta para controlar a los asesores de voto y sus actividades se debe única y exclusivamente al derrocamiento sufrido por los directivos de las empresas en el “*balance de poder corporativo*”⁷⁰. Y según este autor, pese a que la figura del asesor de voto también ha sido “enfrentada” en el marco de la UE, lejos de imponer mayores regulaciones, con la Directiva (UE) 2017/828 se ha optado por instar a los asesores de voto a cooperar en la elaboración de mejores políticas y códigos de conducta que regulen la transparencia, legitimidad y posibles conflictos de interés inherentes a sus funciones.

Sin embargo, también podemos fijarnos en el caso de Estados Unidos, donde se ha optado por regular de forma mucho más estricta al *proxy advisor*. Como ya hemos mencionado anteriormente, fue en este país donde tuvo lugar el nacimiento de esta figura, y es por ello que en la actualidad EE.UU. es el país donde más ha evolucionado el asesor de voto y donde más se ha notado las consecuencias de la proliferación de sus servicios.

Así, son muchos otros los autores que consideran que una regulación de este calibre a nivel comunitario, que no deja de ser el segundo mercado más importante de los *proxy advisors* después de Estados Unidos, permitiría el acercamiento de las posiciones de estas dos potencias con respecto a cuál debe ser la respuesta global a la regulación de las actividades del asesor de voto⁷¹.

En este sentido, es cierto que la figura e influencia del asesor de voto en España aún es muy limitada, al igual que ocurre con muchos otros países de la Unión Europea. Pero también lo es el hecho de que esta situación podría cambiar en el futuro, aumentando así el poder de influencia de los asesores de voto sobre nuestras sociedades cotizadas.

⁷⁰ W. Dent Jr., George (junio de 2015). *A defense of proxy advisors*. Case Research Paper in Legal Studies. School of Law, Case Western Reserve University (page 1329).

⁷¹ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 33).

6.1. DIRECTIVA (UE) 2017/828

La consideración o no de la Directiva (EU) 2017/828 como un primer paso por parte de la Unión Europea hacia un correcto control de los asesores de voto emana, en primera instancia, de qué grado de desarrollo normativo entienda cada uno que es actualmente necesario a nivel comunitario.

Como ya hemos analizado anteriormente, la ESMA propuso en su *Discussion Paper “An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options”* (2012)⁷² cuatro opciones de regulación de los asesores de voto en el marco de la Unión Europea: i) ninguna acción por parte de la UE, ii) autorregulación a nivel sectorial o nacional, iii) instrumentos normativos cuasi vinculantes a nivel comunitario, e iv) instrumentos legislativos vinculantes a nivel comunitario.

Y como también hemos visto en páginas anteriores, desde la CNMV y en colaboración con Grupo de Expertos, España respondió a dicho *Discussion Paper* por medio del “*Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*” (2012)⁷³; documento en el que se defendió la tercera de las opciones como la más aconsejable.

Desde un primer punto de vista, podría parecer que la Directiva (UE) 2017/828 constituye el ejercicio de la opción cuarta de las propuestas por la ESMA. Estamos ante la adopción de una medida legislativa por parte de la Unión Europea vinculante para todos los Estados Miembros.

No obstante, tras haber analizado en detenimiento la Directiva, ésta se ajusta en mayor medida a la línea propuesta por la opción tercera. Estamos ante una Directiva muy laxa, en la que se deja en manos de los Estados Miembros la aplicación de lo que en ella se recoge: esto es, que los asesores de voto se ajusten al principio de “*comply or explain*” con respecto a sus códigos de conducta, sin establecer por sí misma una regulación imperativa de estricta y directa adopción por parte de cada uno de los Estados Miembros.

⁷² European Securities and Markets Authority (marzo de 2012). *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, 22 de marzo de 2012. Disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf>

⁷³ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>

Así, la finalidad de esta Directiva no es otra que establecer un marco general con unas pautas o requisitos mínimos que tendrán que ser defendidos y promovidos por todos los Estados Miembros, teniendo éstos la libertad de alcanzar dichos objetivos por sus propios medios.

En este sentido, consideramos que la Directiva (UE) 2017/828 es acertada, tanto desde el punto de vista de su contenido, como desde el punto de vista de su carácter eminentemente laxo.

Ahora mismo, lo último que necesita el sector de los asesores de voto es la aplicación de una regulación demasiado estricta que suponga por sí misma una barrera de acceso al mercado de los *proxy advisors*. Y muy acertadamente, esta Directiva se limita a establecer unos criterios o principios mínimos a cumplir por todos los Estados Miembros, estableciendo una regulación muy flexible que ayudará a fomentar la aparición de nuevos asesores de voto; mejorando la competencia en el mercado de los *proxy advisors* y con ella la calidad de los servicios prestados por los mismos.

6.2. PROYECTO DE LEY 121/000028

En cuanto al Proyecto de Ley, en base a lo mencionado en el apartado anterior, creemos que introduce en nuestro ordenamiento jurídico una regulación también acertada. Desde el punto de vista de la Directiva europea, este Proyecto de Ley recoge todo lo que en ella se solicita a los Estados Miembros, que es básicamente la modificación decimosexta incluida en su artículo quinto. Esta modificación supone, como ya sabemos, la inclusión de un nuevo Capítulo X en la Ley del Mercado de Valores.

Más concretamente, este capítulo titulado <<Asesores de voto>> recoge 4 artículos (del 137 bis al 137 quinquies), que en líneas generales constituyen la regulación del asesor de voto a nivel nacional. En función de estos artículos, los asesores de voto españoles tienen que tener en cuenta tres conceptos básicos en el ejercicio de sus funciones: código de conducta, informe anual y conflicto de interés.

Con respecto al primero, los asesores de voto deberán publicar (anual y gratuitamente) la referencia del código de conducta al que se adscriban así como la forma en que lo apliquen, o de lo contrario, deberán explicar el razonamiento detrás de todas

aquellas recomendaciones que no se hayan ajustado al mismo. En defecto de código de conducta aplicable, deberán explicar de forma clara y razonada sus motivos.

Con respecto al informe anual, estaríamos hablando básicamente de un informe cuyo objetivo es mantener debidamente informados a los clientes de los asesores de voto (métodos aplicados, fuentes de información utilizadas, calidad de las investigaciones, etc.); información que permanecerá pública y gratuita por un período mínimo de 3 años.

Y finalmente, en relación a los conflictos de interés, el Proyecto de Ley establece que los asesores de voto deberán publicar, sin ninguna demora y en favor de sus clientes, cualquier conflicto de interés real o potencial y las medidas necesarias para gestionarlos.

6.3. CUESTIONES CLAVE PARA EL FUTURO DE LOS ASESORES DE VOTO

6.3.1. Código de conducta

La primera cuestión que consideramos de gran importancia de cara al futuro de los *proxy advisors* es el código de conducta que se pueda llegar a adoptar para su regulación, aunque más concretamente, su ámbito de aplicación.

Como ya sabemos, los códigos o estándares de conducta para regular las actividades de los asesores de voto pueden tener diferentes orígenes; pueden proceder de un consenso en la industria de los asesores de voto, de los organismos reguladores de cada Estado Miembro, o incluso de la propia entidad de asesores de voto que crea su propio código de conducta para aplicarlo internamente.

No obstante, tal y como explica la ESMA en su *Discussion Paper*, la existencia de códigos de conducta de tan distinta procedencia y ámbito de aplicación supondría el problema de tener que lidiar con “*diferentes estándares nacionales, códigos o prácticas que no aportarían un marco regulatorio consistente*”⁷⁴.

En este sentido, y en línea con la opción tercera de las propuestas por la ESMA, la adopción de un código de conducta en el marco de la Unión Europea sería la opción más beneficiosa. Este código estaría basado en el principio “*comply or explain*”, en

⁷⁴ European Securities and Markets Authority (marzo de 2012). *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* (página 34).

función del cual, los asesores de voto podrían elegir entre ajustarse a lo establecido en el código, o explicar públicamente por qué han decidido no cumplir con el mismo.

Este principio de “cumplir o explicar” aportaría una mayor flexibilidad al mercado de los *proxy advisors*, ya que les permitiría apartarse del código de conducta en función de las especificidades propias de sus negocios, a la vez ayudaría a los inversores institucionales a comprobar fácilmente en qué medida se está aplicando el mismo⁷⁵.

Sin embargo, un código de estas características también acarrea ciertas desventajas. Como principal punto en contra de esta opción, se puede destacar la falta de experiencia reguladora en la materia, teniendo en cuenta que el mercado de los *proxy advisors* es un mercado aún incipiente que se encuentra en proceso de formación⁷⁶.

Además, un código de ámbito comunitario podría fracasar a la hora de recoger la gran variedad de normativas, prácticas y estándares existentes en las distintas jurisdicciones de la Unión Europea; por no mencionar las dificultades que supondría atraer a las entidades de *proxy advisors* hacia la supervisión de la ESMA, teniendo en cuenta que la mayoría de ellas no están establecidas en la UE y por tanto se encuentran fuera del alcance de esta institución.

En este línea, la otra opción posible sería la creación de un código de conducta a nivel nacional, que en el caso de España sería elaborado por la CNMV, en tanto que organismo encargado de la supervisión e inspección de la actividad de las entidades que intervienen en los mercados de valores españoles. No obstante, el principal inconveniente que habría que resaltar de esta opción es que, en la actualidad, un código de estas características sería de aplicación a prácticamente un único asesor de voto, *CORPORANCE Asesores de Voto*; y ello debido a la escaso desarrollo de los servicios de esta figura en nuestro país.

Con todo, el ámbito de aplicación de un futuro código de conducta que regule las actividades de los asesores de voto es una cuestión de especial importancia, y de ahí que hayamos decidido incorporarlo en este apartado. Tal vez, dadas las circunstancias

⁷⁵ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 31).

⁷⁶ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 32).

actuales del mercado de los *proxy advisors*, lo más prudente antes de elaborar un código de conducta europeo sea esperar a que existan mayores evidencias sobre el impacto de estas entidades y sobre los problemas reales que pueden suscitar sus actividades (Grupo de Expertos, 2012). Pero en cualquier caso, habrá que analizar este asunto muy de cerca, y en base a como se vayan desarrollando los asesores de voto en los próximos años, decidir sobre la mejor forma de afrontarlo.

6.3.2. Responsabilidad

La ausencia de riesgo y responsabilidad de los asesores de voto en el ejercicio de sus funciones es una de las cuestiones más señaladas por la doctrina, y ello porque esta ausencia es prácticamente total.

Tal y como señala Grupo de Expertos (2012), de las normas que regulan la actividad de los asesores de voto, se puede extraer que la responsabilidad inherente al ejercicio del derecho de voto no es en ningún caso delegada o transmitida al *proxy advisor*, por mucho que dicho “asesoramiento” pueda suponer un *proxy voting* en sentido estricto⁷⁷ (esto es, la delegación del ejercicio del derecho de voto al asesor de voto). Y un buen ejemplo de ello es una recomendación por parte de la AMF en la que se señala que “*the investor is responsible for exercising voting rights [...]. However, it is important to emphasize that proxy advisory firms do not relieve their customers (institutional investors) of liability*”.

Esto, pone de manifiesto el peligro existente en esta disociación entre la responsabilidad por el ejercicio del derecho de voto, que recae sobre el inversor institucional, y el poder de decisión, que acaba recayendo sobre el asesor de voto⁷⁸. No obstante, existen diferentes vías por medio de las cuales se les podría exigir responsabilidad a los *proxy advisors*: la legal, la profesional o deontológica y la contractual.

⁷⁷ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 14).

⁷⁸ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 14).

a. Responsabilidad legal

Esta falta de responsabilidad podría ser mitigada, por lado, por vía legal. Más concretamente, según explica Grupo de Expertos (2012), para luchar contra esta ausencia de responsabilidad de los asesores de voto se debería reforzar la transparencia aplicable a sus actividades y en relación con los inversores institucionales a los que asesoran. Así, es esencial que haya acceso, como mínimo, a información actualizada y fiable sobre qué inversores institucionales han utilizado qué *proxy advisors*, así como en qué medida se han seguido sus recomendaciones de voto⁷⁹.

Esta situación, ya está prevista tanto en la Directiva Europea como en el Proyecto de Ley para su trasposición. En cuanto a la primera⁸⁰, en su artículo 3 *octies* sobre política de implicación (Capítulo I *ter*), se establece que los inversores institucionales y los gestores de activos tendrán que revelar públicamente, y con carácter anual, como se ha llevado a cabo la aplicación de sus políticas de implicación; incluyendo, entre otras cosas, el recurso a los servicios de los asesores de voto.

En cuanto al segundo, está recogido en dos de sus modificaciones. Por un lado, a través de su artículo primero introduce un nuevo artículo 47 *ter* en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva⁸¹, en función del cual se establece que las sociedades gestoras deberán publicar anualmente la aplicación de sus políticas de implicación así como el recurso a los servicios de los *proxy advisors*⁸².

Y por el otro, por medio de su artículo tercero se introduce otro un nuevo artículo que regulará exactamente lo mismo que el anterior art. 47 *ter*. No obstante, en este caso será el art. 67 bis y se incluirá en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado⁸³.

⁷⁹ Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf> (página 14).

⁸⁰ Directiva Europea 2017/828 sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, artículo 1, apartado 3, artículo 3 *octies*, apartado primero, subapartado b), página 17.

⁸¹ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo primero, modificación segunda, art. 47.2 *ter*, página 11.

⁸² Lo que, en definitiva, es prácticamente lo mismo que establece el artículo 3 *octies* de la Directiva.

⁸³ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo tercero, art. 67.2 bis, página 31.

Además, también con respecto al Proyecto de Ley, en su modificación número veinticuatro se introduce un nuevo apartado 22 en el art. 282 de la Ley de Mercado de Valores⁸⁴. Este artículo, como ya sabemos, trata sobre las infracciones por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado. Así, por medio de este apartado 22 se incluye una nueva infracción grave por parte de los asesores de voto que consiste básicamente en la calificación como infracción grave del incumplimiento de las obligaciones establecidas en el nuevo capítulo X (arts. 137 bis a 137 quinquies); lo cual, también supone otra forma de control de la responsabilidad legal de los asesores de voto.

b. Responsabilidad profesional o deontológica

Sin embargo, podemos diferenciar otro ámbito de responsabilidad no incluido ni en la Directiva europea ni en el Proyecto de Ley para su trasposición: la responsabilidad del asesor de voto en el cumplimiento de su propio código de conducta.

En caso de que se elaborase un código de conducta para regular la actividad de los *proxy advisors*, e independientemente del ámbito de aplicación elegido para el mismo, éste consistiría en un conjunto de recomendaciones, principios y pautas encaminadas a determinar las conductas cuya realización no sería considerada como adecuada (Grupo de Expertos, 2012).

Y entre los objetivos que dicho código de conducta debería tratar de conseguir⁸⁵, se encontraría el de establecer los parámetros y las herramientas necesarias para medir y exigir la eventual responsabilidad de los asesores de voto frente a sus clientes y emisores.

c. Responsabilidad contractual

Finalmente, no debemos olvidarnos del gran control de responsabilidad que se podría llevar a cabo por medio de las propias relaciones contractuales que regulen la relación profesional entre inversor institucional y *proxy advisor*.

⁸⁴ Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, artículo quinto, modificación número veinticuatro, página 40.

⁸⁵ Optimizar la calidad técnica del asesoramiento, dotar de transparencia a las políticas de voto y evitar posibles conflictos de interés (Grupo de Expertos, página 26).

Más allá del marco general de obligaciones éticas o deontológicas que se puedan llegar a establecer de la mano de un código de conducta, también se deberían proteger las partes (no sólo el inversor institucional, sino también el asesor de voto) en la propia regulación contractual constituida entre ambas. Los propios inversores institucionales que busquen y contraten los servicios de los asesores de voto deberían, de la forma más diligente posible, prever su protección así como la responsabilidad del asesor de voto en caso de que se desprendiese algún daño, bien sea por acción o por omisión.

Sería, en otras palabras, dejar también en manos de la autonomía de la voluntad de las partes el regular o recoger las obligaciones y consiguientes responsabilidades que se consideren más convenientes. Y ello se podría realizar por medio de lo que se conoce como garantías negativas, no ajenas al ámbito contractual.

Una garantía es toda obligación correspondiente a un derecho subjetivo, entendiendo por *derecho subjetivo* toda expectativa jurídica positiva (de prestación) o negativa (de no lesión). Podemos distinguir así entre garantías positivas y negativas, según sea positiva o negativa la expectativa que garantizan. La garantía positiva consistiría en la obligación de comisión, mientras que la negativa en todo lo contrario, la obligación de omisión (prohibición de lesión)⁸⁶.

Así, por medio de las referidas garantías negativas y a través de las obligaciones de omisión que se establezcan en el contrato (respaldas por una cláusula penal si se considera necesario), el inversor institucional se estaría “garantizando”, en tanto que habrá una cláusula penal que establecerá una indemnización con su consiguiente resarcimiento en el supuesto de que se cause algún daño.

6.3.3. Conflictos de interés

Los asesores de voto, según hemos visto en el apartado dedicado a sus funciones⁸⁷, no sólo ofrecen servicios a los inversores institucionales en cuanto a recomendaciones en el ejercicio del derecho de voto, sino que también prestan servicios de asesoría a las propias sociedades cotizadas con respecto a prácticas y políticas de buen gobierno corporativo.

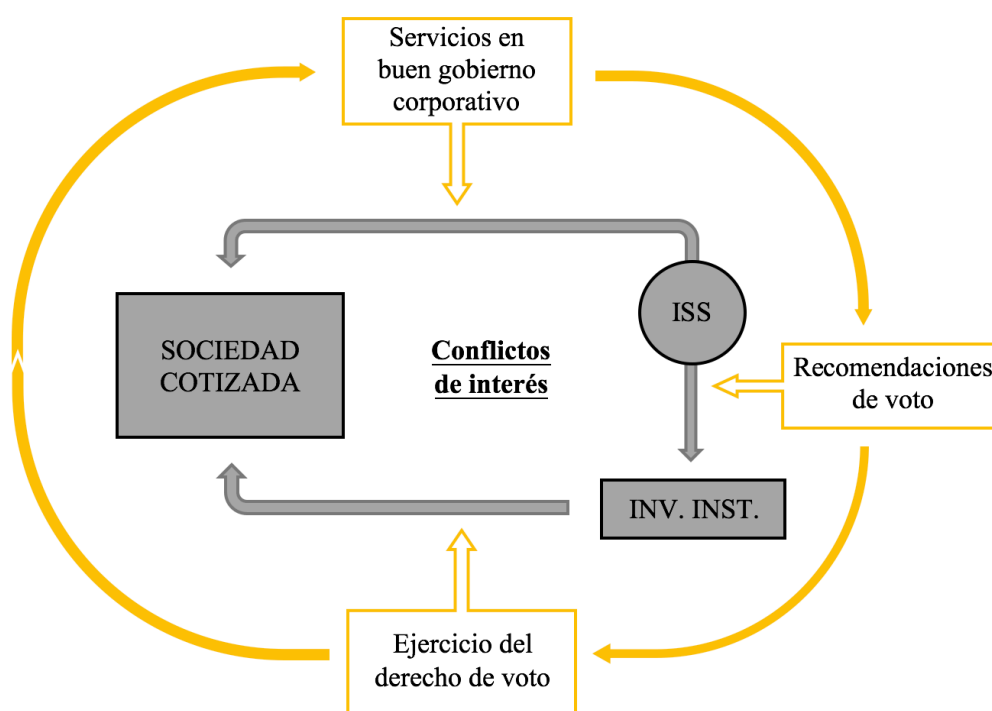
⁸⁶ Ferrajoli, L (2000). Garantías. Estudios. Dialnet de la Universidad de La Rioja.

⁸⁷ Página 11.

Así, por medio de estos segundos servicios, la *Securities and Exchange Commission* de Estados Unidos considera que se está creando la apariencia de que las entidades de *proxy advisors* comercializan a las sociedades cotizadas la capacidad de “comprar” una recomendación favorable⁸⁸.

Esto, no es otra cosa que lo ya explicado por el Prof. Mr. A. F. Verdam en su trabajo “*An exploration of the the role of proxy advisors in proxy voting*” (2020), analizado en la página 19. No obstante, incluiremos a continuación un gráfico (figura 5) para representar de forma visual esta problemática:

Figura 5: Los conflictos de interés.



Fuente: de elaboración propia.

Tal y como podemos ver en esta figura, y según afirman (entre otros) la SEC y este profesor de la *VU University* de Ámsterdam, nos encontramos ante lo que podríamos considerar como una de las principales fuentes de conflictos de interés.

Como venimos diciendo, los asesores de voto⁸⁹ prestan servicios a las sociedades cotizadas en cuanto a políticas y prácticas de buen gobierno corporativo. Sin embargo,

⁸⁸ *Securities and Exchange Commission (July 2020). Final Rule: Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice. 17 CFR Part 240. Release No. 34-89372, File No. S7-22-19.*

⁸⁹ En el gráfico se les mencionan como “ISS”, en referencia a la *Institutional Shareholder Services* y en tanto que inversor institucional más importante de EE.UU. (y posiblemente también del mundo).

puede darse el caso de que, a su vez, estén prestando sus famosos servicios de recomendación de voto a los inversores institucionales que tienen invertido su capital en esas mismas sociedades cotizadas. Y de ahí la problemática: las propias recomendaciones sobre prácticas de buen gobierno corporativo emitidas por el asesor de voto a la sociedad cotizada, son en muchos casos a su vez materia de recomendación de voto.

Según explica el Prof. Mr. A. F. Verdam (2020) en su trabajo de investigación, estamos ante dos servicios que no deberían provenir de una misma institución, de la misma manera que el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas son dos órganos independientes, con sus propios regímenes de responsabilidad y de derechos de aprobación el uno frente al otro. Así, esta situación no hace más que potenciar la influencia y el control (ya de por sí desmesurados basándonos exclusivamente en sus recomendaciones de voto) de los *proxy advisors* sobre las empresas⁹⁰.

En este sentido, los conflictos de interés están regulados tanto en la Directiva Europea como en el Proyecto de Ley para su trasposición. De hecho, en el segundo se les dedica un artículo independiente, el art. 137 *quinquies* titulado <<Conflictos de interés>>. En él, como ya sabemos, se establece que los asesores de voto tendrán que informar a sus clientes de cualquier conflicto de interés real o potencial y de cualquier relación de negocio que pudiese influir en la elaboración de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto; incluyéndose, además, las medidas concretas destinadas a eliminar, gestionar o mitigar dichos conflictos de interés.

No obstante, cabe hacer especial mención a la regulación establecida por la SEC con respecto a los conflictos de interés en Estados Unidos. Con ánimo de fomentar no sólo la comunicación y la transparencia entre la sociedad cotizada y el asesor de voto, sino también la veracidad y plenitud de la información accesible a los inversores; la SEC estableció en su “*notice of proxy advice and response*”⁹¹ lo siguiente:

1. Las sociedades cotizadas tienen derecho a que se les remita la recomendación de voto que será enviada al cliente para su valoración y posterior feedback.

⁹⁰ Prof. Mr. A. F. Verdam (febrero de 2020). *An exploration of the the role of proxy advisors in proxy voting*. Ámsterdam: VU University Amsterdam.

⁹¹ *Securities and Exchange Commission* (julio de 2020). *Final Rule: Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice*. 17 CFR Part 240. Release No. 34-89372, File No. S7-22-19.

2. Y el asesor de voto deberá proveer a sus clientes⁹² con el mecanismo suficiente que les permita estar al tanto de cualquier manifiesto por escrito por parte de la sociedad cotizada y con respecto a la recomendación de voto⁹³.

Esto, no sólo tiene grandes beneficios desde el punto de vista de los conflictos de interés, al imponer la comunicación y la transparencia entre sus tres ejes principales: sociedad cotizada, inversor institucional y asesor de voto (figura 5). Sino que, además, aporta una mayor veracidad y calidad a las recomendaciones de voto emitidas por los *proxy advisors*, en tanto que éstas son previamente analizadas por la propia sociedad cotizada objeto de las mismas. Tal y como explica PwC (2013)⁹⁴, potenciando nuevos elementos de transparencia en lo relativo a la relación entre los *proxy advisors* y las sociedades cotizadas, así como entre los inversores institucionales y éstas; seríamos capaces de minimizar en gran medida los conflictos de interés.

Con todo, estamos ante una cuestión de especial relevancia, y aunque el mercado de los *proxy advisors* aún se encuentre en proceso de formación, los asesores de voto están sin duda adquiriendo cada vez más influencia. Es por ello, que resulta imprescindible que las sociedades cotizadas también se paparen adecuadamente para tratar con los *proxy advisors*, y esta regulación establecida por la SEC para luchar contra los conflictos de interés podría ser una gran herramienta para conseguirlo.

⁹² Inversores institucionales.

⁹³ Rose, P. & J. Walker, C. (2020). *Examining the SEC's Proxy Advisor Rule*. Center for Capital Markets Competitiveness, página 32.

⁹⁴ PriceWaterhouseCoopers (PwC) (mayo de 2013), Proxy Advisors ¿qué impacto tienen en las sociedades cotizadas (página 5) <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

7. CONCLUSIÓN

A lo largo de las páginas de este trabajo de análisis, hemos podido estudiar en profundidad una figura aún un tanto desconocida en el ámbito jurídico español y comunitario, el asesor de voto o *proxy advisor*.

Hemos tenido la oportunidad de estudiar con quiénes trabajan, cuáles son sus funciones y cuál es el proceso que siguen sus recomendaciones de voto. También hemos estudiado el marco actual de los *proxy advisors*, analizando los problemas que sus servicios pueden suponer, pero también el carácter necesario de los mismos.

Hemos visto qué opinan al respecto instituciones de gran relevancia en el ámbito europeo y nacional, como son la ESMA y la CNMV; tras lo cual hemos estudiado la regulación actual del asesor de voto a nivel europeo, de la mano de la Directiva (UE) 2017/828, y también a nivel nacional, junto con el Proyecto de Ley 121/000028.

Pudiendo así comprobar, con todo, que estamos ante una figura especialmente transversal y que toca, tanto de forma directa o como indirecta, otras muchas regulaciones de instituciones muy diversas; como son la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, la Ley de Sociedades de Capital, la Ley del Mercado de Valores, el Reglamento de planes y fondos de pensiones... En definitiva, hemos seguido el recorrido de un trabajo de análisis sobre qué es realmente un asesor de voto. Y si algo debemos tener claro, es que cuando se trata de los *proxy advisors* no sólo debemos tener en cuenta su pasado, sino también su actual incidencia, así como su potencial desarrollo y futuras consecuencias.

La idea última de este trabajo de análisis era estudiar en profundidad al asesor de voto dentro de la regulación vigente a nivel comunitario y a nivel nacional; y cabe destacar que nos encontramos ante una figura que podría considerarse aún en proceso de formación dentro del paradigma societario y de inversión institucional de nuestro país. Incluso también a nivel de la Unión Europea, en tanto que los asesores de voto tienen un gran peso en determinados Estados Miembros, como Reino Unido o Francia, pero son casi inexistentes en otros, como es el caso de España.

No obstante, también hemos podido ver hasta dónde pueden llegar las consecuencias de una rápida y fuerte proliferación del asesor de voto y de sus servicios, como ha ocurrido con Estados Unidos, dónde el poder en manos de los *proxy advisors* es, aún a día de hoy, desproporcionado. Por no mencionar, que esta escasa influencia actual

de los *proxy advisors* en las compañías cotizadas españolas está empezando a cambiar; y ello debido a que en los diez últimos años se ha dado un gran incremento del porcentaje de capital flotante tanto en compañías del Ibex 35 como del mercado continuo, así como una tendencia a la baja del número de sociedades cotizadas en las que existe una persona física o jurídica que posea la mayoría de los derechos de voto.

Sin embargo, no se trata de establecer una regulación innecesariamente estricta con la que sólo se agravarían los problemas: reducir en gran medida la competencia en un mercado que precisamente es lo que necesita, y ello por haber creado una regulación que, de por sí, ya supone una importante barrera de entrada. Con esto, lo único que conseguiría es fomentar todavía más la extraordinaria concentración de poder ya existente en el mercado de los asesores de voto.

Sino que se trata de todo lo contrario, de encontrar un punto intermedio entre qué regulación necesita el ordenamiento jurídico español y comunitario en base a las circunstancias actuales del mercado de los *proxy advisors*, pero teniendo también en cuenta las posibles consecuencias del continuo desarrollo de esta figura en el futuro.

Y esto es, precisamente, lo que conseguimos con esta Directiva y su consiguiente Proyecto de Ley: instaurar una regulación en estos momentos necesariamente laxa, pero también flexible y moldeable de cara al futuro; que permitirá, en última instancia, preparar a nuestro ordenamiento jurídico para una correcta acogida del *proxy advisor*, dotándonos de las herramientas necesarias para conducir a esta institución por el camino correcto, un camino marcado por la legalidad, la responsabilidad y la transparencia.

8. REFERENCIAS

8.1. NORMATIVAS

8.1.1. Normativa comunitaria

1. Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y el Consejo Europeo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Diario Oficial de la Unión Europea, 20 de mayo de 2017.
2. Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo Europeo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Diario Oficial de la Unión Europea, 14 de julio de 2007.
3. Directiva 2010/43/UE de la Comisión Europea, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de interés, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión. Diario Oficial de la Unión Europea, 7 de julio de 2010.

8.1.2. Normativa nacional

1. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, España, a 5 de noviembre de 2003.
2. Proyecto de Ley 121/000028, de 2 de julio, por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Boletín Oficial de las Cortes Generales, a 7 de septiembre de 2020.
3. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, España, a 3 de julio de 2010.
4. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, España, a 24 de octubre de 2015.

5. Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, España, a 20 de julio de 2012.
6. Real Decreto 304/2003, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. Boletín Oficial del Estado, España, a 25 de febrero de 2020.
7. Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

8.1.3. Normativa estadounidense

1. *Securities Exchange Act of 1934*.
2. *Securities and Exchange Commission (July 2020). Final Rule: Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice. 17 CFR Part 240. Release No. 34-89372, File No. S7-22-19.*

8.2. BIBLIOGRAFÍA

1. Gallego Sáez, C., González, S., & García de Diego, R., Piqueras, R. & Quijano, J. (febrero de 2020). Los Proxy Advisors (asesores de voto): su influencia: problemas y soluciones. Fundación Fide, Madrid, España.
2. Claramunt Julián, L. (diciembre de 2019). Proxy Advisor. ILP Abogados, 16 de diciembre de 2019, Madrid, España. Extraído a 12 de febrero de 2021 desde <https://www.ilpabogados.com/proxy-advisor/>
3. Prof. Mr. A. F. Verdam (febrero de 2020). *An exploration of the the role of proxy advisors in proxy voting*. Ámsterdam: VU University Amsterdam.
4. Equipo Singular Bank (diciembre de 2017) ¿Quiénes son los denominados inversores institucionales? Extraído el 12 de febrero de 2021 desde <https://blog.selfbank.es/quienes-son-los-denominados-inversores-institucionales/>

5. Paluzie Plana, À. (2017, 7 de abril). Delegaciones de voto (proxy) y asesores de voto (proxy advisors). Entre Leyes y Jurisprudencia. Extraído el 12 de febrero de 2021 desde <http://www.leyesyjurisprudencia.com/2017/04/delegaciones-de-voto-proxy-y-asesores.html>
6. W. Dent Jr., George (junio de 2015). *A defense of proxy advisors*. Case Research Paper in Legal Studies. School of Law, Case Western Reserve University.
7. Prof. Dr. Klöhn, L. & Schwarz, P. *The Regulation of Proxy Advisors*. Universidad de Harvard (Estados Unidos) y Universidad Ludwig Maximilian (Múnich).
8. Consejo de la Unión Europea (abril de 2017). Derechos de los accionistas en las sociedades de la UE: adopción formal por el Consejo. Prensa del Consejo Europeo y del Consejo de la Unión Europea. Extraído el 13 de febrero de 2021 desde <https://www.consilium.europa.eu/es/press/pressreleases/2017/04/03/shareholder-rights-eu-companies/>
9. D. A. Katz & L. A. McIntosh (noviembre/diciembre de 2006). *A New Era in Director Elections, The Corporate Governance Advisor*, volumen 14, número 6.
10. J & A Garrigues SLP (septiembre de 2020). El proyecto de ley que traspone la Directiva sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas inicia su tramitación en el Congreso. Alertas, Alerta Mercantil España, Madrid. Extraído a 14 de febrero de 2021 de https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/proyecto-ley-traspone-directiva-fomento-implicacion-largo-plazo-accionistas-inicia
11. Hernández Peñasco, R. (2016). Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 48.
12. Institutional Shareholder Services (ISS). ISS governance. Extraído a 15 de febrero desde 2021 desde <https://www.issgovernance.com/>
13. Gallego Córcoles, A. (2014). Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el Ejercicio del Derecho de Voto en las Sociedades Cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 42. Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi.
14. PriceWaterhouseCoopers (PwC) (mayo de 2013), Proxy Advisors ¿qué impacto tienen en las sociedades cotizadas. Extraído a 17 de febrero de 2021 desde

- <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>
15. Grupo de Expertos (abril de 2012). Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles (ESMA), 16 de abril de 2012. Extraído a 17 de febrero de 2021 desde <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>
 16. Grupo Ático 34 (marzo de 2020). Qué es un buen gobierno corporativo y por qué es tan importante implantarlo en tu empresa. Extraído a 18 de febrero de 2021 desde <https://protecciondatos-lopd.com/empresas/buen-gobierno-corporativo/#:~:text=El%20concepto%20de%20buen%20gobierno,de%20gobierno%20de%20una%20empresa>
 17. Gomariz, D. (septiembre de 2019). Análisis ante la próxima reforma de la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Mercado de Valores. Blog de la fundación Hay Derecho, Expansión. Extraído a 18 de febrero de 2021 desde <https://hayderecho.expansion.com/2019/09/23/analisis-ante-la-proxima-reforma-de-la-ley-de-sociedades-de-capital-y-la-ley-de-mercado-de-valores/>
 18. Morrison Foerster (2020). *U.S. SEC Adopts Rules to Regulate Proxy Advisory Firms*, agosto de 2020. Extraído a 20 de febrero de 2021 desde <https://www.mofo.com/resources/insights/200818-sec-proxy-advisory-firms.html>
 19. Bell, D., Mitteness, R. & Hwang, S. (Agosto de 2020). *SEC tightens Regulations on Proxy Advisor Firms*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Extraído a 24 de febrero desde [https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/18/sec-tightensregulationsonproxyadvisoryfirms/#:~:text=Proxy%20advisory%20firms%20have%20typically,14a%E2%80%9912\(b\)\(3](https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/18/sec-tightensregulationsonproxyadvisoryfirms/#:~:text=Proxy%20advisory%20firms%20have%20typically,14a%E2%80%9912(b)(3)
 20. European Securities and Markets Authority (diciembre de 2015). *ESMA publishes report on proxy advisors' best practice principles*. Extraído a 3 de marzo de 2021 desde <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-report-proxy-advisors%E2%80%99-best-practice-principles>
 21. European Securities and Markets Authority (marzo de 2012). *Discussion Paper:*

- An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, 22 de marzo de 2012. Extraído a 3 de marzo de 2021 desde <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf>
22. European Securities and Markets Authority (diciembre de 2015). *Report: Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*, 18 de diciembre de 2015. Extraído a 3 de marzo de 2021 desde <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf>
23. European Securities and Markets Authority (diciembre de 2015). *Press Release: Proxy Advisors take steps towards increased transparency*, 18 de diciembre de 2015. Extraído a 5 de marzo de 2021 desde <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1871.pdf>
24. Finanzas.com (septiembre de 2018). La CNMV defiende que los asesores de voto publiquen sus recomendaciones. Revista de Inversión. Mercados. Extraído a 6 de marzo de 2021 desde https://www.finanzas.com/mercados/la-cnmv-defiende-que-los-asesores-de-voto-publiquen-sus-recomendaciones_13914261_102.html
25. CNMV (junio de 2012). Documento de debate de ESMA sobre la industria de los representantes/asesores (proxy advisors) del derecho de voto en las Juntas (*ESMA discussion paper: an overview of the proxy advisory industry. Considerations and possible policy options*), 25 de junio de 2012. Extraído a 6 de marzo de 2021 desde <https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CESR/ProxyAdvisoryIndustry.pdf>
26. Prieto, J. (junio de 2017). Transparencia y buen gobierno llegan al inversor. Revista Análisis Financiero, Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), 12 de junio de 2017. Extraído a 13 de marzo de 2021 desde <https:// analisisfinanciero.ieaf.es/publicaciones-la-revista-analisis-financiero-4/modelo-normativo/59-transparencia-y-buen-gobierno-llegan-al-inversor>
27. Prof. Allaire, Y. (enero de 2013). *The Troubling Case of Proxy Advisors: Some policy recommendations*, Policy N°7. Institute for governance of private and public organization (IGOPP). Extraído a 13 de marzo de 2021 desde <https://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4549663-176173.pdf>

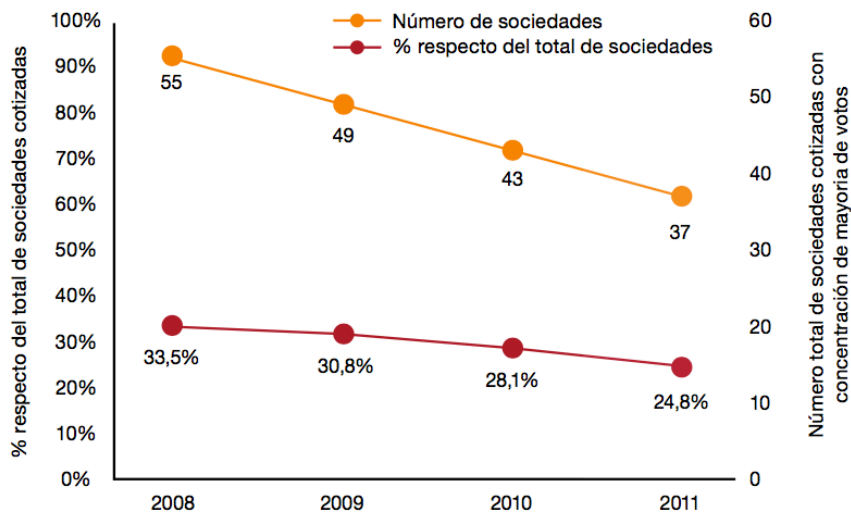
28. Periódico Cinco Días (marzo de 2020). Las firmas se blindan con nuevos asesores contra los inversores rebeldes. El País Economía, Mercados, Madrid, 9 de marzo de 2020. Extraído a 13 de marzo de 2021 desde https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/03/06/mercados/1583499339_760390.html
29. *Legal Information Institute (LII), Electronic Code of Federal Regulations (e-CFR), Title 17, Commodity and Securities Exchanges, Chapter II, SEC, Part 240, General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934, enmienda 240.14a-16 Internet availability of proxy materials.* Extraído a 13 de marzo de 2021 desde <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-16>
30. Tuovila, A. (octubre de 2020). *Proxy Statement. Investopedia, Laws and Regulations, SEC and regulatory bodies.* Extraído a día 13 de marzo de 2021 desde <https://www.investopedia.com/terms/p/proxystatement.asp>
31. Rose, P. & J. Walker, C. (2020). *Examining the SEC's Proxy Advisor Rule. Center for Capital Markets Competitiveness.* Extraído a 13 de marzo de 2021 desde https://www.uschamber.com/sites/default/files/proxyadvisoryrule_examine_nov_2020.pdf
32. Víctor García-Varquero e Irene Roibás (marzo de 2020). Evolución reciente de las SOCIMI en España. Artículos Analíticos, Boletín Económico, Banco de España, marzo de 2020.
33. Europa Press, Turismo (epurismo) (enero de 2016). ¿Quiénes son los accionistas de las diez empresas más grandes del Ibex 35? 13 de enero de 2016. Extraído a 20 de marzo de 2021 desde <https://www.europapress.es/turismo/nacional/noticia-quienes-son-accionistas-diez-empresas-mas-grandes-ibex-35-20160113105447.html>
34. Ferrajoli, L (2000). Garantías. Estudios. Dialnet de la Universidad de La Rioja.
35. Álvarez Peralta, N. & Medialdea García, B. (2010). La influencia de la financiación sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales. *Revista de Economía Mundial*, núm. 24, págs. 165-191. Sociedad de Economía Mundial, Huelva, España. Extraído a 17 de abril de 2021 desde <https://www.redalyc.org/pdf/866/86612931007.pdfv>

36. Antonio Pérez, L. (2013). Junta de Accionistas y Agentes intervinientes. Banco Santander, Departamento de *Global Banking & Markets*, 22 de noviembre de 2013. Extraído a 18 de abril de 2021 desde https://www.usc.gal/export9/sites/webinstitucional/gl/institutos/cgi/descargas/p/onencia1314/RSE_PerezRodriguez_BSantander.pdf
37. Bolsas y Mercados Españoles (BME) (2021). IBEX 35: Informe Mensual. *Monthly Report*. Sociedad de Bolsas, marzo de 2021. Extraído a 20 de abril de 2021 desde <https://www.bmerv.es/docs/Sbolsas/InformesSB/Mensual.pdf>

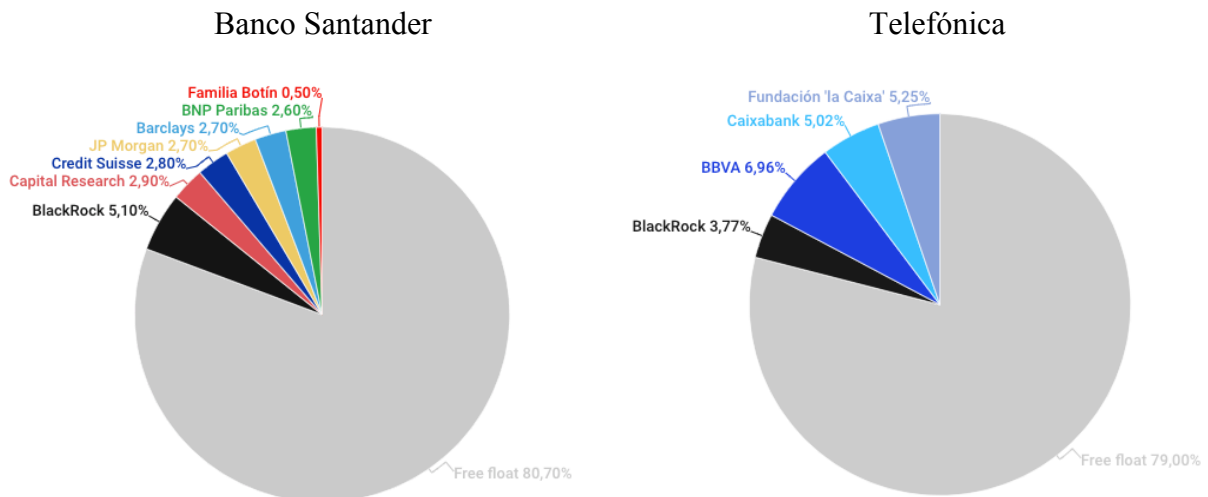
9. ANEXOS

ANEXO 1: EVOLUCIÓN DE LA CONCENTRACIÓN DE LA MAYORÍA DE VOTOS EN UNA ÚNICA PERSONA FÍSICA O JURÍDICA

1. Disminución de la concentración de votos entre 2008 y 2011⁹⁵:



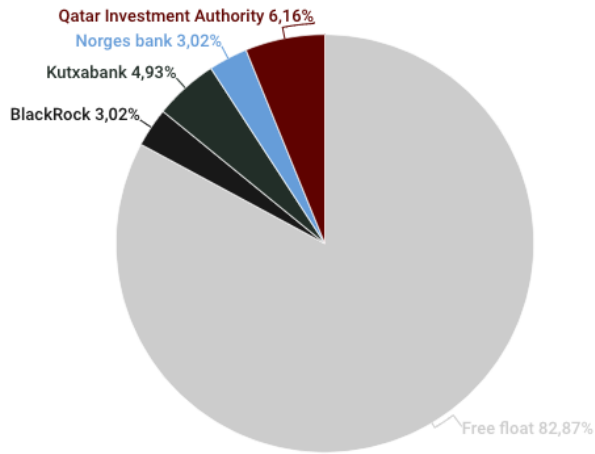
2. Ejemplos del reparto accionario entre accionistas mayoritarios y minoritarios de las empresas del Ibex 35 a 2016⁹⁶:



⁹⁵ PriceWaterhouseCoopers (PwC) (mayo de 2013), Proxy Advisors ¿qué impacto tienen en las sociedades cotizadas (página 22) <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

⁹⁶ Europa Press, Turismo (epurismo) (enero de 2016). ¿Quiénes son los accionistas de las diez empresas más grandes del Ibex 35? 13 de enero de 2016. Extraído a día 20 de marzo de 2021 desde <https://www.europapress.es/turismo/nacional/noticia-quienes-son-accionistas-diez-empresas-mas-grandes-ibex-35-20160113105447.html>

Iberdrola



BBVA

