



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Título del trabajo:
APROXIMACIÓN A LA CARACTERIZACIÓN
DE LOS PROXY ADVISORS Y A SU
REGULACIÓN EN DERECHO ESPAÑOL

Autor/es

Pablo Borrueal Quintana

Director/es

Pedro-José Bueso Guillén

Facultad de Derecho
Año 2022

ÍNDICE

I.INTRODUCCIÓN	4
1.Objeto de estudio	4
2.Justificación de la elección del tema	4
3.Metodología.....	5
II. PROXY ADVISORS: CONCEPTO Y CARACTERES	6
1. El concepto de proxy advisor	6
2.Distinción con otras figuras similares.....	7
2.1.Proxy solicitors.....	7
2.2.Proxy agents.....	8
2.3.Gatekeepers.....	9
3.PRINCIPALES PROXY ADVISORS	10
III.INVERSORES INSTITUCIONALES: CONCEPTO	13
1.DEFINICIÓN.....	13
2.ORIGEN.....	14
3.CLASIFICACIÓN	15
IV.FUNCIONES DE LOS PROXY ADVISOR	18
V.PROBLEMÁTICA DE LOS PROXY ADVISOR	21
1.EL ROBO-VOTING	21
2.LOS CONFLICTOS DE INTERÉS	23
3.INFORMES ESTANDARIZADOS	24
4.CONCENTRACIÓN DE MERCADO	26
5.AUSENCIA DE RESPONSABILIDAD DE LOS PROXY ADVISORS.	27
VI.APROXIMACIÓN A LA REGULACIÓN DE LOS PROXY ADVISORS EN EL DERECHO ESPAÑOL	28
1.INTRODUCCIÓN A LA REFORMA.....	28
2.CONTENIDO DE LA REFORMA EN MATERIA DE ASESORES DE VOTO	30
2.1.DEFINICIÓN LEGAL DE PROXY ADVISOR.	30
2.1. ESTABLECIMIENTO DE UN CÓDIGO DE CONDUCTA.	32
2.2.REFORZAMIENTO CONTRA LOS CONFLICTOS DE INTERESES.....	33
2.3.OBLIGACIÓN DE ESTABLECIMIENTO DE UN INFORME ANUAL	35
VII.CONCLUSIONES	38
BIBLIOGRAFÍA	41

ABREVIATURAS

- ACCF: American Council For Capital Formation
- CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
- DIRECTIVA 2017/228: 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
- ESI: Entidades de Servicios de Inversión
- ESMA: European Securities and Markets
- ISS: Institutional Shareholders Services
- IVOX: Internet Voting Execution
- 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
- LEY 5/2021: Ley 5/2021, de 12 de abril, por la 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
- REAL DECRETO 291/1992: Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ventas públicas de venta de valores.
- TRLMV: Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

I.INTRODUCCIÓN

1.Objeto de estudio

En este trabajo se va a realizar una aproximación de los asesores de voto o "proxy advisors", los cuáles son entidades contratadas por los inversores institucionales de las sociedades cotizadas para que estos emitan recomendaciones de voto de las propuestas que serán formuladas en las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades cotizadas de las que son socios.

Además de proceder a su delimitación, también se hablará de las distintas figuras similares con las que se pueden confundir o solapar los asesores de voto, así como de las funciones que desempeñan a través del asesoramiento de los inversores institucionales.

Van a tener también cabida en este trabajo los llamados inversores institucionales, ya que son los que contratan a los proxy advisors en busca de obtener un asesoramiento para guiar su ejercicio del derecho a voto en la Junta; y también debido a que estamos ante una parte muy importante de las sociedades cotizadas españolas.

Por último, la segunda parte del trabajo se centrará en la regulación de la figura de los proxy advisors, normas que recientemente se han incorporado en nuestra legislación.

2.Justificación de la elección del tema

La justificación en la elección del tema se basa en dos pilares fundamentales. Por una parte, la importancia que pueden llegar a alcanzar los proxy advisors en nuestras sociedades debido al poder que se les puede otorgar, por ejemplo, al delegar el derecho a voto una serie de inversores institucionales para que los proxy advisors voten libremente en la Junta General de Accionistas sin que éstos tengan ningún riesgo financiero independientemente de la decisión que tomen. Por otra parte, el permanente estado de dinamismo y la actualidad que requiere el derecho hace necesario poner el foco sobre la nueva regulación y primera incorporación a la legislación española de los proxy advisors.

3. Metodología

Debido al objeto y características particulares del trabajo, entre las diversas tipologías de Trabajo de Fin de Grado, este se ajustaría a un Trabajo de revisión e interpretación crítica normativa sobre un tema relacionado con el Grado en Derecho, en este caso los proxy advisors y la reciente regulación de la materia a través de la *Ley 5/2021, de 12 de abril, por la 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*¹.

La metodología del trabajo se basa en el análisis normativo de una determinada institución o materia, en el caso de este trabajo ya indicado anteriormente.

Esta metodología implica que el TFG va a ser una investigación primaria, dado que el análisis doctrinal y jurisprudencial queda en un segundo plano mientras que el manejo directo de las normas jurídicas es el principal vehículo de la investigación jurídica. No obstante, ello se combinará con el análisis doctrinal y jurisprudencial.

A la hora de elaborar el trabajo se ha partido de una observación de la realidad sobre la materia, para posteriormente concretar la problemática jurídica motivo de estudio.

Posteriormente se ha procedido a la recopilación de distintos artículos de revistas científicas, así como distintos tipos de textos de expertos legales para concretar los conceptos básicos de los que debía partir el Trabajo de Fin de Grado.

Por ello este trabajo parte del establecimiento de una delimitación del concepto de proxy advisor así como del concepto de inversor institucional, para así obtener el punto de partida en pos de una correcta comprensión del lector de la investigación que se lleva a cabo posteriormente en el trabajo.

En líneas generales, se ha tratado de crear un marco conceptual básico de las figuras claves, buscando la distinción de estas de otras similares, para posteriormente centrar la crítica y análisis jurídico en la diversa funcionalidad y problemática de los proxy advisor, y las consiguientes conclusiones de lo obtenido.

¹ BOE núm. 88, de 13 de abril de 2021.

II. PROXY ADVISORS: CONCEPTO Y CARACTERES

1. El concepto de proxy advisor

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) en el documento elaborado por su Grupo de Expertos relativo a los proxy advisors, define a los proxy advisors o 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

La Directiva 2017/828³ define a los asesores de voto como toda aquella persona jurídica que se dedica a la investigación, asesoramiento y recomendación en lo que al sentido del voto se refiere durante las juntas generales de las sociedades cotizadas.⁴

Así pues, los proxy advisors se dedican al análisis de las propuestas de acuerdo formuladas en la Junta General por los administradores sociales y a formular recomendaciones de voto respecto a éstas, que irán dirigidas a los inversores institucionales.

Estas recomendaciones están sujetas a políticas elaboradas por los propios proxy advisors en base a estándares y prácticas internacionales relativas al correcto gobierno corporativo, provocando que las recomendaciones de voto tengan carácter favorable o desfavorable en función del grado de adhesión que compartan las propuestas de la Junta con las políticas internas de los proxy advisors.

Hay ocasiones en los que los inversores institucionales cuentan con políticas de voto propias, por lo que son transmitidas a los proxy advisors para que sean tenidas en cuenta a la hora de elaborar recomendaciones.

Los informes que emiten los proxy advisors no son vinculantes, aunque si influyen en el voto de los inversores, especialmente los ya mencionados inversores institucionales.

² GARCÍA DE ENTERRÍA, J., [et al], <<Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles>> <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>, Consultado por última vez: 08/04/2022.

³ 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

⁴ 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.

2. Distinción con otras figuras similares

2.1. Proxy solicitors

Como principal “antagonista” de los proxy advisors se encuentran los llamados proxy solicitors.

Los proxy solicitors están contratados por las propias sociedades cotizadas y surgieron en su momento para contrarrestar a los proxy advisors. Se dice que su fin es contrarrestar a los proxy advisors porque la estructura de los proxy solicitors facilita el diálogo y por tanto la comunicación entre accionista y emisor en la búsqueda de intereses comunes.⁵

Su función principal es trasladar la postura de las cotizadas a los inversores para tratar de captarlos, teniendo en numerosas ocasiones que verse enfrentados con los proxy advisors y sus recomendaciones de voto.

Los proxy solicitors favorecen a la creación de un diálogo entre los accionistas y las sociedades cotizadas, dando lugar al denominado “engagement”, que es la involucración de los accionistas en la gestión de la compañía. También incide positivamente el derecho de voto del accionista de una manera responsable ya que favorece la adopción informada por parte del accionista al haber sido sometidos a su conocimiento los distintos puntos que tendrán cabida en la Junta.⁶

Cabe decir que debido a la tendencia que se está observando en la cual en muchos casos los inversores prefieren una pérdida de rentabilidad en favor de temas como el gobierno corporativo o los aspectos medioambientales.

En este gráfico se muestra el papel que desempeñan tanto los proxy advisors como los proxy solicitors en la cadena de decisión de voto en las Juntas Generales de Accionistas.

⁵ LARA, M., FERRÁNDIZ, L., MORANTE, C., <<Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?>> <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

Consultado por última vez el 08/04/2022.

⁶ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas>>, en *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 48, Aranzadi, 2016, p. 4.

Como se puede observar, los proxy agents tienen un rol mucho menos activo que los proxy advisors, siendo principalmente un medio de transporte de información relativa a la Junta sin llegar a mantener ningún diálogo con accionistas.

2.3. Gatekeepers

La posible similitud en las funciones desarrolladas por los auditores de cuentas, analistas financieros y agencias de calificación crediticia (gatekeepers) frente a las funciones desempeñadas por los proxy advisors fue planteada en una consulta pública¹⁰ realizada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA) en el año 2012.

Siendo el punto común entre los gatekeepers y los proxy advisors el procesamiento de información mediante verificación, el análisis e interpretación y la emisión de opiniones que son tenidas en cuenta por los inversores a la hora de adoptar sus decisiones en los mercados, se concluyó que existían importantes diferencias entre estas dos figuras.

La principal diferencia¹¹ es la obligación de contratar por los emisores en los casos de auditores y agencias de rating, mientras que en el caso de los proxy advisors no existe dicha obligación, y como además, mientras los proxy advisors son contratados y pagados por los inversores institucionales, los gatekeepers lo son por los emisores.

Así pues, la consulta¹² realizada por la ESMA concluyó afirmando la diferencia entre los gatekeepers y los proxy advisors, ya que consideraba que la relación entre el cliente y los proxy advisors es una relación de “agencia”, señalando que en esta relación es necesario que sea el cliente que va a ejercer de manera efectiva el voto controle la labor del proxy advisors.

¹⁰ El 22 de marzo de 2012 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA en inglés), llevó a cabo una consulta pública para comparar la actividad de los proxy advisors frente a la realizada por los gatekeepers.

¹¹ Diferenciación que recoge HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas>>, en *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 48, Aranzadi, 2016, p. 5.

¹² El 22 de marzo de 2012 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA en inglés), llevó a cabo una consulta pública para comparar la actividad de los proxy advisors frente a la realizada por los gatekeepers.

3.PRINCIPALES PROXY ADVISORS.

Si hablamos de las entidades más poderosas en el ámbito de los proxy advisors tenemos que destacar dos norteamericanas por encima de todas a Glass, Lewis & Co., y a Institutional Shareholder Services (ISS), como el más prestigioso proxy advisors.

Glass, Lewis & Co. Es una empresa estadounidense de gobierno corporativo fundada en el año 2003, y que cuenta con una gran variedad de servicios entre los que podemos encontrar¹³:

- Viewpoint: plataforma de gestión de votos
- Proxy Paper: informes de investigación con análisis y recomendaciones sobre cada voto por poder, incluyendo fusiones y adquisiciones así como otras transacciones financieras.
- Share Recall: identifica reuniones de poder materialmente importantes que requieren el retiro de acciones prestadas.
- Right Claim: Servicio de recuperación de liquidación de demandas colectivas.

En la actualidad Glass Lewis acaba de aterrizar en España a través de la compra de la compañía española Alembeeks. Glass Lewis se encargará del asesoramiento a los clientes de Alembeeks, la cual está especializada en las soluciones tecnológicas a sus clientes así como el conocimiento del ámbito del gobierno corporativo¹⁴.

Por su parte ISS es una empresa también estadounidense fundada en 1985 y que actualmente es propiedad mayoritaria de Deutsche Bourse Group junto con Genstar y la gerencia de ISS. Tal y como se califican en su propia web oficial, son una compañía que fomenta el empoderamiento e los inversores y el crecimiento sostenible a largo plazo de las empresas mediante la suministración de datos, análisis e información de alta calidad. Es un proveedor líder a nivel mundial en lo referido a soluciones de gobierno corporativo, inversión responsable, inteligencia de mercado, servicios de fondos y contenido editorial para inversores institucionales. Cuenta con un total de 2600 empleados, 29 ubicaciones en 15 países distintos, y 3400 clientes en los que se encuentran los principales inversores institucionales del mundo¹⁵.

¹³ Página web oficial de Glass Lewis & Co.

<https://www.glasslewis.com/company-overview/>

¹⁴ ARRARTE, R., <<Glass Lewis, nuevo proxy advisor en España>>, última consulta 20/04/2022

<https://www.diligent.com/es/glass-lewis-nuevo-proxy-advisor-en-espana/>

¹⁵ Página Web oficial de ISS <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

En el ámbito europeo se puede destacar a Reino Unido, Alemania y Francia como los países punteros en lo que a entidades populares de asesoramiento de voto se refiere.

Destacaría en primer lugar al Reino Unido, en donde se encuentran PIRC, Manifest e IVIS; en Francia destaca Proxinvest; mientras que en Alemania el principal proxy advisors sería Internet Voting Execution (IVOX).

Principales Proxy Advisors	País de procedencia	Grupo (accionista) que lo controla	Participación aproximada de mercado*
ISS (Institutional Shareholders Services)	EE.UU.	MSCI: Proveedor de herramientas de apoyo a las decisiones de inversión de clientes de diversos tamaños alrededor del mundo	61% (EE.UU.)
Glass Lewis & Co	Canadá	Ontario Teachers: Fondo de pensiones	37% (EE.UU.)
Egan Jones	EE.UU.	Agencia de rating	n/d
Marco Consulting Group	EE.UU.	No forma parte de ningún grupo	n/d
Manifest	Reino Unido	Manifest Information Services Limited: Editorial de revistas y publicaciones económicas	3% (UK)
PIRC (Pensions Investment Research Consultants)	Reino Unido	No forma parte de ningún grupo	n/d
IVIS (Institutional Voting Information Service)	Reino Unido	ABI: Association of British Insurers. Representa a la industria del seguro en Reino Unido, Europa y el resto del mundo	Afiliados pertenientes a ABI y otros: Representan más del 30% del tejido empresarial de Reino Unido
Proxinvest	Francia	80% Pierre-Henry Leroy; 20% Fundación Ethos, compuesto por 100 fondos de pensiones suizos	n/d
IVOX (Internet Voting Execution)	Alemania	100% financiación privada	n/d

Figura 2: Principales proxy advisors a nivel europeo y global¹⁶

¹⁶ Cuadro (2013) que muestra como la mayor parte de la participación en el mercado recae sobre ISS y Glass & Lewis. Extraído de LARA, M., FERRÁNDIZ, L., MORANTE, C., <<Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?>> <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>
Consultado por última vez el 20/04/2022

Hay que entender que éste es un mercado bastante restringido y de difícil entrada. Este es un sector muy concentrado debido a que conforme exista un mayor número de informes y recomendaciones menor será el coste de los mismo, provocando así una mayor competitividad entre compañías.

Además en este sector es vital la reputación, ya que dependerá en gran medida de esto la contratación por parte de los inversores institucionales de un Proxy advisors u otro, y esto se puede ver de una manera muy clara a través del informe emitido por el American Council for Capital Formation (ACCF), de finales del año 2018, arroja que el 95% de los gestores de activos analizados habían votado en favor de lo recogido en los informes y recomendaciones de ISS, siendo ISS el proxy advisors N°1 a escala mundial¹⁷.

¹⁷ Este informe establece que 175 entidades que comprenden un valor total de 5 trillones de dólares en lo que activos bajo gestión se refiere, siguieron los consejos de ISS en el 95% de las ocasiones. Última consulta 21/04/2022

https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/ACCF-RoboVoting-Report_11_8_FINAL.pdf

III. INVERSORES INSTITUCIONALES: CONCEPTO

1. DEFINICIÓN

Actualmente no existe una definición legal de inversor institucional, sin embargo, HERRERO MORANT en su libro “Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas” establece una definición muy acertada basándose en lo que la doctrina ha obtenido tras la extracción de las características de estos inversores.

Así pues se podría definir a los inversores institucionales como “aquellas organizaciones que de forma particular canalizan la inversión de los particulares, reinvertiendo directa o indirectamente los fondos recibidos por sus clientes en productos financieros, especialmente valores mobiliarios (acciones de sociedad cotizadas o instrumentos derivados), con el objetivo de maximizar la rentabilidad de estas inversiones y repartir los beneficios entre sus clientes de forma directa o indirecta, en función de la relación que les una a sus clientes”¹⁸.

Entre los inversores institucionales se puede ver un alto grado de diferenciación, por lo que no todos los inversores tendrán cabida en esta definición, sin embargo, si que podemos englobar a la mayor parte de ellos dentro de esta.

El ordenamiento jurídico español cuenta con alguna referencia a la definición de inversor institucional en el Real Decreto 291/1992¹⁹, sin embargo, esta definición como señala GARRIDO GARCÍA²⁰ es una definición amplia de inversor institucional que utilizaban habitualmente la doctrina jurídica y económica estadounidense.

Por último, en el ordenamiento jurídico europeo si que se puede encontrar una definición completa de inversor institucional en el artículo 2.12 del Reglamento (UE) 2017/ 2402²¹. Esta definición catalogaría de inversores institucionales a entidades

¹⁸ HERRERO MORANT, R., *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas española. Caracterización y activismo accionarial*, 2019, Marcial Pons, Madrid, p 69.

¹⁹ Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ventas públicas de valores. En la actualidad se encuentra derogado.

²⁰ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, 2002, Bolonia, p. 135-136. El autor considera que la definición es demasiado extensa y genérica abarcando demasiado en sí misma, siendo poco precisa, considerando la utilización del concepto de inversor institucional sólo en aquellos casos en los que verdaderamente nos refiramos a uno de ellos.

²¹ Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.o 1060/2009 y (UE) n.o 648/2012

aseguradoras, reaseguradoras, fondos de pensiones y sus gestores, gestores de fondos de inversión alternativa, ICC y sus gestores, entidades de créditos y ESI²².

2.ORIGEN

Los inversores institucionales como accionista de una sociedad son aquellos que entran en contacto con los proxy advisors contratándolos para que ejerzan recomendaciones de voto y demás funciones²³.

La hipotética igualdad²⁴ que debían tener los distintos accionistas en las sociedades desde un primer momento pereció, y a consecuencia de esa desigualdad en la relevancia que los accionistas tenían en función de su cuota de participación surgieron los distintos tipos de accionistas, siendo estos por un lado los accionistas de control y el otro los accionistas minoritarios o accionistas inversores²⁵.

Es en el ámbito de los accionistas minoritarios donde entran en juego los inversores institucionales ya que fruto de la necesidad de estos accionistas de requerir ayuda en términos de conocimiento técnico para manejar su inversión decidieron acudir a los inversores institucionales para que éstos les ayudasen en estas labores. Así pues, los inversores institucionales se dedicaron a agrupar pequeños capitales individuales para formar un mayor volumen de capital que les permitió obtener una inversión con una mayor diversificación, menos arriesgada y más rentable.

²² HERRERO MORANT, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, op.cit. 62.

²³ HERRERO MORATN, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, ibid.

²⁴ HERRERO MORATN, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, ibid. En este punto, la autora se refiere a que la posición jurídica del socio se basaba en el principio de paridad de trato, ya que los accionistas son iguales si hay igualdad de circunstancias.

²⁵ HERRERO MORATN, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, ibid., p. 45. HERRERO MORANT considera más acertado este término para referirse a ese tipo de accionistas debido a su carácter de inversor, sin embargo decide usar el término minoritario debido a que es el que predomina en la legislación.

3. CLASIFICACIÓN

Los inversores institucionales pueden ser clasificados a través de su nivel de implicación con sus clientes o en función de su presencia en el mercado.

En el caso de la implicación con sus clientes, se distinguirá entre aquellos inversores institucionales que tienen como objeto social se fundamenta exclusivamente en la canalización del ahorro e inversión colectiva y aquellos cuyo objeto social es más amplio. Por otro lado, si se habla de la clasificación de los inversores institucionales en función del tiempo que llevan en activo en el mercado, se puede distinguir entre tres tipos de inversores: tradicionales, alternativos y gestores de activos (son los de incorporación más reciente).

Sin embargo, la clasificación utilizada en este trabajo es la misma de la que se vale HERRERO MORANT²⁶, y esta es la clasificación que se basa en diferenciar a los inversores institucionales entre aquellos que trabajan por cuenta propia y aquellos que trabajan por cuenta ajena, es decir, si los inversores institucionales realizan la actividad inversora por cuenta de sus clientes o inversores o por cuenta propia.

En primer lugar, se encuentran de los inversores institucionales de primer nivel, también llamado clásicos, que son aquellas personas jurídicas o entes sin personalidad jurídica que se dedican a la captación de ahorros de pequeños inversores, y que realizan de manera habitual las inversiones en valores mobiliarios e instrumentos financieros, siendo estas su actividades principales o directamente relacionadas. Dentro de este grupo se encuentran a las entidades de crédito cuando actúan por cuenta propia, las entidades de inversión colectiva, las entidades aseguradoras, los fondos de pensiones, y las entidades autorizadas para realizar determinadas actividades relacionadas con el mercado de valores (ESI), cuando gestionen una cartera propia de valores.

Uno de sus principales objetivos consiste en el aumento del valor de las aportaciones que sus clientes hayan realizado, y para obtener eso es necesario conseguir alcanzar una rentabilización de la inversión colectiva.

Estos inversores institucionales suelen actuar por cuenta propia, por lo que sus clientes no son los titulares registrales de los valores mobiliarios adquiridos por el inversor institucional, ni gozarán tampoco de derechos políticos, al menos de forma directa, sobre

²⁶ <<Un criterio que hace referencia a la titularidad real(beneficiario último) y no la registral.[...]. En otras palabras vamos a diferenciar entre aquellos inversores que actúan por cuenta propia y aquellos que actúen por cuenta ajena>>. HERRERO MORANT, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, ibid., p.71.

las acciones adquiridas. En todo caso tendrán derechos económicos sobre los valores mobiliarios de dichas acciones.

Los inversores institucionales de primer nivel incluirán a aquellas entidades que tengan como parte de su política de inversión la adquisición y enajenación de acciones de sociedades emisoras por cuenta ajena, siendo también posible en los casos que cuenten con una cartera propia de inversión. Figurarán como accionistas en el registro de valores anotados correspondiente, llegando a alcanzar en algunos casos una participación igual o superior al 3% de los derechos de voto²⁷

En el otro lado de la clasificación de inversores institucionales encontramos a los inversores institucionales de segundo nivel. Para HERRERO MORANT, éstos podrían ser definidos como aquellos inversores por cuenta ajena encargados de la administración de los intereses de un colectivo de inversores, gestionando y representando sus derechos de manera conjunta²⁸

Los inversores institucionales de segundo nivel llevarán a cabo la custodia de los valores depositados, la notificación al cliente depositante de los valores acerca de la convocatoria de las Juntas Generales así como de cualquier otro evento de tipo corporativo, también estarán al mando en tratar de cobrar los dividendos y por último facilitarán los derechos de información, representación y el voto a distancia en las juntas generales de las sociedades en las que invierten en nombre de los beneficiarios últimos y verdaderos titulares de los derechos relativos a las acciones.

En este grupo podemos incluir las ESI, cuando no gestionen una cartera propia de valores, los custodios internacionales de valores y las entidades de crédito cuando actúen por cuenta ajena.

La principal función de esta clase de inversores en el gobierno corporativo será la relativa a obtener la mayor rentabilidad para la inversión de sus clientes o la gestión del derecho que éstos les hayan delegado. Hay situaciones en las que los inversores institucionales de segundo nivel tienen intereses propios²⁹ dentro de la sociedad emisora y esto provoca que traten de aprovecharse de dicha situación.

²⁷ HERRERO MORANT, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, ibid. p.73.

²⁸ HERRERO MORANT, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, ibid. p.74

²⁹ El artículo 523 de Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), recoge los mecanismos para evitar dichos conflictos de intereses.

Con frecuencia en estos supuestos el que figurará como titular de las acciones en los registros contables será el inversor institucional. Sin embargo esto son titularidades formales, ya que sólo reflejan que están actuando en virtud de los beneficiarios o accionistas finales³⁰.

A modo de conclusión, se podría decir que la principal diferencia que existe entre los inversores de primer nivel y los de segundo nivel es la titularidad real de los valores, ya que mientras que en los inversores de primer nivel éstos son adquirientes finales, los de segundo nivel son intermediarios financieros que llevan a cabo los derechos por cuenta de los clientes³¹

³⁰ El Reglamento de Ejecución 2018/1212 ha tratado de establecer, sin éxito, una serie de medidas y pautas para facilitar entre otros derechos, el de reconocimiento de los accionistas por parte del emisor.

³¹ HERRERO MORANT, R., <<Los inversores institucionales en las...>>, op.cit. p.77

IV.FUNCIONES DE LOS PROXY ADVISOR

El principal servicio que desempeñan los proxy advisors es la del asesoramiento del voto en la Junta General a los inversores institucionales de las sociedades cotizadas por los que son contratados³².

Este servicio de asesoramiento del voto consiste en la realización de un análisis sobre todos los factores a tener en cuenta a la hora de tomar una decisión en la junta de accionistas para orientar el voto del inversor institucional en función de los intereses de este, todo ello a cambio de una contraprestación. Es necesario advertir que este informe no será vinculante³³ y por ende la decisión final en lo que al sentido del voto respecta corresponderá al inversor institucional.

El asesoramiento de voto como actividad principal y núcleo de los proxy advisor, se desempeña a través de diferentes funciones³⁴:

- Facilitar el voto de los inversores a través de la elaboración de informes sobre recomendaciones de voto de las propuestas que tendrán lugar en la Junta General.
- A través de los proxy voting services los asesores pueden ejercer el derecho de voto en nombre de los inversores institucionales, algo que como se verá más adelante es una situación muy controvertida.
- Por último, los proxy advisor también llevan a cabo la monitorización de los portfolios de las inversiones de los inversores institucionales, informándoles en todo momento dónde y cuándo se desarrollará la Junta General y los temas que en esta se tratarán.

GALLEGO CORCOLES³⁵ opina que pese a que la actividad general sea la de asesorar a sus clientes a la hora de ejercer el derecho a voto en las Juntas Generales, el resto de servicios complementarios que llevan a cabo los proxy advisors pueden clasificarse en dos tipos:

³² HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p. 3.

³³ LARA, M., FERRÁNDIZ, L., MORANTE, C., <<Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?>> <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

³⁴ LARA, M., FERRÁNDIZ, L., MORANTE, C., <<Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?>> <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

³⁵ GALLEGU CORCOLES, A., en <<Asesores de voto (“proxy advisors”) y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas>>, Aranzadi, Navarra, 2014, p.31-34.

- Por un lado las prestaciones de carácter intelectual, siendo esta su fuente principal de actividad y las que integran el servicio de asesoría de voto. Aquí se incluyen la remisión de los informes a los clientes así como la recomendación ofrecida por el proxy advisor.
- Por otro lado se encuentran los servicios logísticos o los denominados *proxy voting services*, dónde se recogen las funciones o servicios que apoyan la formación del proceso de voto desde una perspectiva más técnica.

Siguiendo esta idea, entre las funciones complementarias o no principales de los proxy advisor nos podemos encontrar: asesorar a los emisores sobre gobierno corporativo; facilitar el ejercicio del derecho de voto a través del establecimiento de plataformas digitales para la transmisión del voto al emisor; asesoran a las compañías para el diseño de propuestas de acuerdos a someter en la junta general para tratar de obtener el mayor número de votos favorables posibles; informan a los inversores sobre cuáles son los requisitos en los distintos países para el ejercicio del derecho de voto; elaboran ratings relativos al gobierno corporativo que hacen que los inversores puedan ejercer un seguimiento de aquellas sociedades que conforman su cartera de inversión y por último, ayudan a las sociedades cotizadas a poder mejorar en dichos ratings.

Como es probable que en algunos de estos servicios pueda encontrarse similitud entre proxy advisors y otras entidades que puedan intervenir en la práctica de Juntas Generales de Accionistas o en mercados financieros, hay que establecer límites para no caer en esta confusión.

HERNÁNDEZ PEÑASCOS³⁶ entiende que los asesores de voto forman lo que se denominan “proxy services”, concepto que recoge las distintas actividades que llevan a cabo en busca de ampliar al máximo la participación de los accionistas, en su mayor parte accionistas transfronterizos, en la Junta general, así como a favorecer la comunicación entre la sociedad emisora y el accionista.

También éstos tratan de optimizar la comunicación entre el accionista y la sociedad cotizada en circunstancias normales, así como en operaciones corporativas que comprometen a la sociedad.

Existe un servicio que llevan a cabo los asesores de voto que provoca cierta controversia, tal y como se ha comentado anteriormente, y es el denominado proxy voting services. Esta actividad es una actividad de apoyo en lo que a la formación del proceso de voto se

³⁶ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p.3.

refiere. Estas actividades se realizan a través de unas plataformas electrónicas que sirven como infraestructura de comunicación para el apoyo al ejercicio del voto³⁷, lo que provoca una continua y potente comunicación entre el cliente y el asesor en cuestiones como la notificación de la convocatoria de las juntas o la influencia que su votación provocaría en las juntas. Como es de esperar, este es un servicio que libera mucho al inversor institucional ya que delega el favor del proxy advisor todo lo relacionado con la emisión del voto, aunque ello implica el gran ejercicio de confianza plena en favor del proxy advisor y su desempeño. En algunos casos puede producirse la delegación total del derecho de voto por parte del inversor institucional en favor del proxy advisor, provocando esta situación que el voto emitido en la junta provenga directamente de la decisión del proxy advisor.

³⁷ GALLEGO CORCOLES, A., en <<Asesores de voto (“proxy advisors”) y.....>>, op. cit. P.32.

V.PROBLEMÁTICA DE LOS PROXY ADVISOR

El sector de los proxy advisors encierra, como la mayor parte, una serie de problemas fruto de su actividad. Aunque para GALLEGO CORCOLES³⁸ no existen una serie de fallos generalizados, si que considera que existen una serie de riesgos producidos por la libre expansión de los asesores de voto. Dentro de esta problemática se pueden reconocer una serie de situaciones distintas.

1.EL ROBO-VOTING

Desde la perspectiva de HERRERO MORANT³⁹, el robo-voting (o voto robótico), es una clase de voto digital a partir de la cual los inversores institucionales no votan de forma manual tras consultar las recomendaciones de su asesores, si no que directamente delegaría dicha facultad en favor del asesor de voto que haya contratado. Esto está corroborado por el informe del ACCF⁴⁰ donde se puede apreciar que además de la incapacidad del inversor de analizar toda la información ofrecida por el asesor, el sistema de voto se está transformando en un sistema automatizado. Esta votación se lleva a cabo a través de la utilización de papeletas electrónicas que son emitidas de forma automática por el proxy advisor haciendo uso de ciertos mecanismos que consiguen vincular el voto con la propuesta de voto sugerida por el proxy.

Es evidente que los inversores institucionales a través del robo-voting están perdiendo todas sus facultades y están entregándoles un gran poder como es el poder del voto a los proxy advisors sin que éstos tengan ningún riesgo económico por el que preocuparse.

Para entender este escenario, es necesario que comenzar señalando que los principales clientes de los proxy advisors son los inversores institucionales, siendo estos una clase de

³⁸ GALLEGO CORCOLES, A., en <<Asesores de voto (“proxy advisors”) y.....>>, op. cit. P.119

³⁹ HERRERO MORANT, R., en <<La problemática en torno a los prxy advisors: el Robo Voting>>. última vez consultado el 24/04/2022. <https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/>

⁴⁰ Dicho informe está disponible en la siguiente dirección web http://accfcorgov.org/wp-content/uploads/ACCF-RoboVoting-Report_11_8_FINAL.pdf.

inversores cuya inversión se encuentra muy dispersa debido a la variedad geográfica, industrial y sectorial de las mismas.

Si unimos este elemento junto a la búsqueda de protección por responsabilidad fiduciaria que buscan estos inversores, y sobre todo, la obligatoriedad del derecho a voto en las Juntas Generales de accionistas que estamos viendo cada vez más presente⁴¹, encontramos el caldo de cultivo perfecto para problemas como pueden ser el voto irreflexivo o la mera utilización del informe recibido de los proxy advisors como única justificación del sentido del voto.

La confianza ciega que se tiene en los proxy advisors es preocupante, y esta realidad se refleja en el informe realizado por ACFE dónde podemos ver que en las votaciones emitidas por gestores de activos estadounidenses cuyo valor conjunto supera los 5 billones de dólares, estos gestores votaron en el 95% de los casos lo recomendado por ISS.

ISS y Glass-Lewis tratan de defender como mediante su sistema sí que es posible modificar la decisión en el voto, sin embargo, los trámites y requisitos para llevar a cabo este cambio no son compatibles y son prácticamente imposible de realizar en el plazo.⁴² Además, debido a este corto periodo para la modificación del voto, las sociedades tampoco son capaces de contar con tiempo material suficiente para llevar a cabo una comprensión y trasladar una respuesta a los informes de los proxy advisors dónde se recomienda el voto a favor o en contra de los acuerdos de la Junta.

Para HERRERO MORANT⁴³, el principal problema de esta situación reside en que los inversores institucionales están fallando a su deber fiduciario frente a sus beneficiarios al delegar su voto en favor de los asesores en vez de formar su sentido del voto de manera

⁴¹ HERRERO MORANT hace mención de la Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, por la que se reforma la Directiva 2007/36/CE sobre los derechos de los accionistas, para señalar dónde se recogen grandes cambios en lo que se refiere a los inversores institucionales y a los proxy advisors en <<La problemática en torno a los proxy advisors: el Robo Voting>>. última vez consultado el 24/04/2022. <https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/>

⁴² HERRERO MORANT puntualiza que frente al trabado y lento proceso de la modificación del voto, se encuentra la confirmación o aprobación del mismo para el cuál no es necesario llevar a cabo ninguna acción. Es por esto por lo que se puede observar claramente la situación a la que se refiere la autora en HERRERO MORANT, R., en <<La problemática en torno a los proxy advisors: el Robo Voting>>. última vez consultado el 24/04/2022. <https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/>

⁴³ HERRERO MORANT, R., en <<La problemática en torno a los proxy advisors: el Robo Voting>>. última vez consultado el 24/04/2022. <https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/>

individual apoyándose en dichas recomendaciones y siendo libres de poder basarse en las mismas o hacer caso omiso de las mismas.

Es una automatización extremadamente peligrosa del ejercicio del derecho de voto, además de una enorme pérdida de autonomía por parte del inversor en virtud del proxy advisor.

2. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Según la postura de HERNÁNDEZ PEÑASCO⁴⁴, los conflictos de interés pueden ser separados en dos vertientes:

- -Por un lado, aquel que surge al llevar a cabo los proxy advisors funciones distintas del asesoramiento de voto. El ejemplo más claro que podemos encontrar en este caso sería la situación en la cuál el proxy advisor estuviese prestando servicios de asesoramiento de voto a un inversor institucional y a su vez estuviese o hubiese asesorado a la propia sociedad sobre los acuerdos que se deliberarían en la junta.
- -Por el otro, podemos hallar conflictos de interés cuando los proxy advisors pertenecen a grupos empresariales con vínculos con las empresas sobre las que emiten las recomendaciones.

Para entender esto mejor, Glass Lewis & Co. es casi propiedad exclusiva de Ontario Teacher's Pension Plan que es un inversor institucional canadiense, el cuál podría tener interés en alguna de las sociedades que hayan contratados los servicios de Glass Lewis⁴⁵. Para GALLEGO CORCOLES⁴⁶ estas situaciones de conflictos de intereses son aquellas en las que existe un riesgo de aprovechamiento del asesoramiento por el consultor en interés propio o en su caso en el de un tercero, provocando esto que la actuación del proxy no sea lo profesional y honesta que debiese ser al verse motivado por el interés generado en esta situación y pudiendo derivar en la contaminación de sus recomendaciones.

⁴⁴ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p.7.

⁴⁵ LARA, M., FERRÁNDIZ, L., MORANTE, C., <<Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?>> <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

⁴⁶ GALLEGO CORCOLES, A., en <<Asesores de voto ("proxy advisors") y....>>, op. cit. P.120.

Los proxy advisors que se ven inmersos en esta situación, suelen alegar su transparencia y continua información a sus propios clientes sobre la existencia de posibles conflictos de interés, y cómo se aseguran de que dichos conflictos no se generen a través de la implantación de “cortafuegos” digitales para evitar el tráfico de información interna⁴⁷.

3. INFORMES ESTANDARIZADOS

Esta ha sido una de las críticas más reiteradas hacia los proxy advisors, y es que la coincidencia de las juntas en el mismo periodo de tiempo hace que se cree una gran cantidad de demanda de informes en un tiempo muy limitado haciéndoles a los proxy advisor imposible elaborar de manera individualizada cada informe para cada cliente, lo que obviamente provoca una bajada significativa en lo que a la calidad de los informes respecta, y una estandarización que no es nada acertada si se parte de la idea de la diferenciación en la situación particular de cada cliente.

Es por ello que los proxy advisors recurren en muchos casos a emplear una perspectiva genérica o demasiado amplia y elaboran los denominados informes “one size fits all”. Estos informes son recomendaciones de voto estandarizados sin tomar en consideración aspectos como la estructura del capital de la sociedad, el sector al que pertenecen o lo mas grave de todo, los intereses que el inversor persigue.

Nuevamente Glass-Lewis es ejemplo para poder ver mejor esta problemática, y es que en el año 2016 salió a la luz a través de consulta como este proxy advisors trabajaba en un total de 20.000 Juntas al año y para ello contaba con una plantilla de 360 empleados de los cuales más del 50% estaban dedicados íntegramente al análisis del voto⁴⁸.

Fruto de esta situación de acumulación de trabajo masivo en una periodo muy concreto, los proxy advisors tienden al contrato de lo que GALLEGO CORCOLES denomina como “temporeros”⁴⁹ para reforzar sus plantillas y hacer frente a esta carga de trabajo.

⁴⁷ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p7.

⁴⁸ Aparece como este dato es fruto de consulta hecha a través de las páginas webs de los proxy. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p8.

⁴⁹ En esta cita, la autora hace alusión al término temporero para referirse a los trabajadores temporales que van a prestar su servicio en beneficio de los proxy advisor en las épocas del año en las que se alcanza el punto más álgido de trabajo. GALLEGO CORCOLES, A., en <<Asesores de voto (“proxy advisors”) y...>>, op. cit. P.122.

Obviamente esta situación ha provocado que se ponga en entredicho reiteradamente la cualificación de estos empleados y la calidad del trabajo que pueden desempeñar.

Esta situación de desproporción entre la cantidad de trabajo recibida por los proxy y su insuficiencia de medios para desarrollar el correcto desempeño de sus funciones, desemboca en dos grandes quejas persistentes⁵⁰:

- En primer lugar, esta falta de medios provoca que sea cotidiano encontrar errores en los informes de voto acerca de la compañía objeto de análisis. Muchas veces las compañías se dan cuenta de ello cuando se conoce el voto negativo del inversor institucional.
- El otro problema que surge es que no es extraño ver como se acusa a los asesores de voto de falta de rigor en sus recomendaciones debido a que no tienen en cuenta las circunstancias de la sociedad emisora así como la regulación sobre gobierno corporativo del país de residencia de dicha empresa, sumado todo esto a que la estandarización en la que se basan los proxy advisors también provoca que no se tienen en cuenta los intereses del inversor institucional ni sus orientaciones a la hora de elaborar el informe de voto, careciendo entonces de sentido alguno ese informe.

⁵⁰ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en<<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p8.

4.CONCENTRACIÓN DE MERCADO

Cómo se ha comentado anteriormente, el mercado de los proxy advisor es un mercado en el cuál la mayor parte del peso recae sobre las dos mayores potencias (ISS y Glass Lewis) mientras que el resto son empresas menores que se deben conformar con lo que sobra de la masificación de demanda que absorben estas dos. Esta situación de “duopolio”⁵¹ es provocado en parte también por las numerosas barreras de entrada que cualquier empresa que quiera adentrarse en el mercado de los proxy advisors de puede encontrar. Bajo el punto de vista de PERDICES HUETOS⁵², estas barreras pueden son las siguientes:

- Elevados costes en el inicio de la actividad debido a la exigencia de establecer una red de asesoría en múltiples países en virtud de la diversificación de carteras de los proxys que ya se encuentran en dicho mercado.
- Necesidad de obtener un estatus para que las recomendaciones que estos asesores de voto nóveles realicen sean creíbles para las empresas que solicitan de sus servicios.
- Presencia de economías de escala, ya que salvo el cliente haya solicitado al proxy advisor que se tengan en cuenta los criterios propios en lo que a gobierno corporativo respecta, las recomendaciones generalmente serán las mismas que pueda realizar otro asesor.
- La alta posibilidad de sucumbir al efecto “rebaño” y por ende copiar o imitar las recomendaciones que proceden de la mayor potencia en el mercado.
- La última barrera que PERDICES HUETOS concibe en su estudio es el coste que le supone al inversor cambiar de asesor de voto una vez que ha iniciado la relación con él.

Por todo ello, tanto doctrina como intervinientes en el mercado ha solicitado la apertura del mercado a nuevos participantes en busca de hacer desaparecer el duopolio que existe⁵³.

⁵¹ Así se refiere HERNÁNDEZ PEÑASCO a la situación que vive el mercado de los proxy advisors con el “reinaod” que ejercer ISS y Glass Lewis frente al resto de proxys. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p8.

⁵² PERDICES HUETOS, A., en << Los Asesores de Voto. Evidencias y Mitos desde la Polémica de los Proxy Advisor>>,p.42 y 43., en Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, Madrid.

⁵³ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p8.

5.AUSENCIA DE RESPONSABILIDAD DE LOS PROXY ADVISORS.

Cómo último problema que se mencionará en este trabajo encontramos la ausencia de riesgo o de responsabilidad. Esta situación es vista por HERNÁNDEZ PEÑASCO⁵⁴ como un poder otorgado a los proxy advisors fruto exclusivamente de las decisiones de los inversores institucionales, ya que viene provocada por la posibilidad de que las recomendaciones de voto emitidas por los asesores de voto puedan ser seguidas por miles de inversores institucionales distintos, sin que esto repercuta en los proxy advisors en forma de riesgo alguno. GALLEGO CARCOLES también apoya esa misma postura al mantener que esta situación de ausencia de riesgo es provocada por la veneración que prácticamente padecen los inversores institucionales en favor de los proxy advisors y su condición de expertos, añadiendo también que este acto de fe ciega del gestor institucional en favor de las recomendaciones de los proxy, puede no ser considerada como diligente⁵⁵, sin embargo, demostrar esto es tarea ardua ya que lo habitual es que se aluda que los daños son el resultado de las votaciones en la junta general.

También se plantea la duda de si existe responsabilidad de los asesores de voto por la emisión de recomendaciones inadecuadas. GALLEGO CORCOLES⁵⁶ de nuevo concibe esta situación como prácticamente imposible salvo en alguna excepción en lo que a doctrina alemana se refiere. Sin embargo, para la autora, en líneas generales se prevé como imposible principalmente por la dificultad que conlleva la acreditación del daño y la relación de causalidad que une al asesor de voto con ese perjuicio. Además, al no tener los informes carácter vinculante, nos encontramos ante una total libertad de utilización o no utilización por parte de los inversores institucionales. Este es un punto en el que también incide HERNÁNDEZ PEÑASCO⁵⁷ al decir que el hecho de que la decisión final en lo que al sentido del voto se refiere recaiga sobre el propio inversor, hace muy complicado poder reclamar con éxito frente al proxy advisor.

⁵⁴ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p9.

⁵⁵ GALLEGO CORCOLES, A., en <<Asesores de voto (“proxy advisors”) y....>>, op. cit. P.129.

⁵⁶ GALLEGO CORCOLES, A., en <<Asesores de voto (“proxy advisors”) y....>>, ibid. P.126.

⁵⁷ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan...>>, op. cit., p9.

VI. APROXIMACIÓN A LA REGULACIÓN DE LOS PROXY ADVISORS EN EL DERECHO ESPAÑOL.

Este epígrafe está dedicado a analizar las normas que se han incorporado, en relación con la actividad de los proxy advisors, al ordenamiento español mediante la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la 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 (en adelante, Ley 5/2021).

1. INTRODUCCIÓN A LA REFORMA.

Con el objetivo legislativo de impulsar el compromiso de los accionistas con sus intervenciones y que estos orientasen sus objetivos de inversión hacia el largo plazo y la sostenibilidad⁵⁸, surge en el ámbito europeo tras cinco años de negociación 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.

Dentro de la Directiva 2017/828, cabe destacar especialmente el rol de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto, en lo que respecta al fomento de la implicación de los accionistas. Como estos inversores tienen una presencia mayoritaria a nivel mundial en los mercados de capital, es lógico pensar que van a tener repercusión en el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten. Es por este motivo por el que se incluyen una serie de medidas que obligan a estos inversores a incrementar su participación de forma efectiva y sostenible, además de orientar sus inversiones hacia el largo plazo⁵⁹. Una de estas obligaciones son la obligación de transparencia de los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto.

Tras la aprobación de la Directiva 2017/828, comienza el llamado proceso de transposición, es decir, el plazo de tiempo para que se adopten las medidas regulatorias necesarias para la incorporación de dicha directiva al Derecho interno. El plazo de

⁵⁸ HERRERO MORANT, R., en <<Régimen jurídico de la política de implicación y de las estrategias de inversión tras la transposición al ordenamiento español de la Directiva (UE) 2017/828>>, en *Revista del Mercado de Valores*, n°28, Wolters Kluwer, 2021, p. 1.

⁵⁹ HERRERO MORANT, R. en <<Régimen jurídico de la política...>>, *ibid*, p. 2.

transposición de esta Directiva estaba fijado hasta el 10 de junio de 2019, siendo España uno de los países que más se demoró llegando a alargar el proceso hasta el año 2021⁶⁰.

En España esta transposición se produjo de manera escalonada a través de diferentes normas, siendo promulgada la Ley 5/2021 un año y medio más tarde respecto a la fecha máxima para su transposición al ordenamiento español. Es necesario mencionar que en parte este retraso también se debió a las condiciones extraordinarias fruto de la pandemia del COVID así como la convocatoria de elecciones generales.

El grueso de la reforma proveniente de esta Ley 5/2021 recae principalmente sobre la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC). A través de la reforma se incluyen contenidos de la Directiva 2017/828 como pueden ser el ejercicio del derecho a voto por parte de entidades intermediarias (art. 523 bis LSC) o la identificación de los accionistas (art. 497 LSC); y también se incluyen cuestiones que van más allá como la identificación del beneficiario último de las acciones por parte del emisor (art. 497 bis LSC) o la celebración de juntas exclusivamente telemáticas (arts. 182 y 182 bis LSC)⁶¹, esta última fruto de la situación delimitación de movimientos provocada por la pandemia del COVID. Sin embargo, este trabajo se centrará en las disposiciones que la Directiva 2017/828 transpone en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores ⁶²(en adelante TRLMV), más concretamente en sus artículos 137 bis, 137 ter, 137 quater y 137 quinquies.

Por último, es importante mencionar que junto a la Directiva 2017/828, se anunció la presentación de un informe sobre el artículo 3 undecies de la misma, que es el relativo a los proxy advisors, en el cuál se recogerán las conclusiones de la idoneidad del ámbito de aplicación de la Directiva 2017/828, así como su eficacia y posibles propuestas legislativas.

Será un buen momento para analizar cómo se han desarrollado los cambios introducidos a través de la directiva y se podrá observar si se han provocado los efectos deseados a partir de esta.

Este informe lo lleva a cabo la UE junto con la ESMA, y su fecha de presentación está fijada para antes del 10 de junio del 2023⁶³.

⁶⁰ HERRERO MORANT, R. en <<Régimen jurídico de la política...>>, ibid, p.8

⁶¹ HERRERO MORANT, R. en <<Régimen jurídico de la política...>>, ibid, p.10.

⁶² BOE núm. 225, de 24 de octubre de 2015.

⁶³ IZAGUIRRE GÓMEZ, S., et. al., en <<Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas. Comentarios a la Ley 5/2021>>, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p.54.

2.CONTENIDO DE LA REFORMA EN MATERIA DE ASESORES DE VOTO

Como se ha podido observar a lo largo del trabajo, los proxy advisors en Europa han actuado bajo prácticamente un régimen de autorregulación hasta la aparición de la Directiva 2017/828. Fruto de esta situación, la problemática entorno a los asesores de voto así como al desarrollo de sus funciones ha sido más que notable. Por ello, esta Directiva y su transposición en España a través de la Ley 5/2021 pone fin a una serie de problemas, pero sigue dejando sin solucionar a otros tantos.

En virtud de esta situación, este apartado del trabajo se va a dedicar exclusivamente a la confrontación de la problemática expuesta en el trabajo relativa a los asesores de voto, con el nuevo material legislativo en materia de proxy advisor de la Ley 5/2021.

La novedad en la legislación española en materia de asesores de voto consiste en la adición de un capítulo nuevo en el TÍTULO IV del TRLMV, este capítulo es el CAPÍTULO X. Dentro de este capítulo se encuentran 4 artículos, siendo estos los artículos 137 bis., donde como se ha hablado antes se define a los asesores de voto y se establece el ámbito de aplicación del articulado de los mismos, 137 ter., relativo a la necesidad de publicación de un código de conducta, 137 quater: en él se exige la publicación de un informe anual por parte de los asesores de voto en favor de sus clientes, y 137 quinquies dónde se aborda la cuestión del conflicto de intereses.

2.1.DEFINICIÓN LEGAL DE PROXY ADVISOR.

En lo que a este trabajo respecta, la Ley 5/2021 destaca por una situación por encima de todas, y es que por primera vez se ha incluido una definición legal de proxy advisor o asesor de voto en el ordenamiento jurídico español.

Así pues, el artículo 137 bis.2 TRLMV del recoge la siguiente definición:

<<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>>.

Este es un momento muy importante para la historia de los proxy advisors en España, ya que hasta el momento se habían compartido únicamente definiciones de autores que en

ocasiones podían contrariarse o al menos encontrar notables diferencias entre ellas, pero con la aparición de la definición legal en nuestro ordenamiento encontramos en ella un valor seguro siempre que se quiera hablar de esta figura.

Además de la ya mencionada definición, el artículo 137 bis TRMLV también recoge en su apartado 1 el ámbito de aplicación de las medias recogidas en esta ley, siendo solo de aplicación a aquellos asesores de voto que presten sus servicios en relación con sociedades cotizadas que tengan su domicilio social en un Estado Miembro de la UE y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado o en su defecto en un sistema multilateral de negociación que estén situados u operen en un Estado miembro de la UE.

Este ámbito de aplicación exige además que se cumpla alguno de los requisitos recogidos en los apartados a, b y c del artículo 137 bis.1 TRLMV, que son:

- El asesor de voto tiene su domicilio social en España.
- El asesor de voto no tiene su domicilio social en un Estado miembro de la UE, pero tenga su establecimiento principal en España.
- El asesor de voto no tiene su domicilio social ni su establecimiento principal en un Estado miembro de la UE, pero tiene un establecimiento en España.

Con todo lo expuesto, todos los asesores de voto que cumplan con los requisitos recogidos en el artículo 137 bis.1 TRLMV, estarán bajo el amparo de lo recogido en los artículos de la Ley 5/2021.

Cabe mencionar que el apartado 3 del artículo 137 recoge que aquellas entidades que cumplan con los requisitos del apartado 1 y se puedan insertar dentro de la definición del apartado 2, deberán comunicar dicha situación a la CNMV.

Esto implica que en un principio los asesores de voto van a estar sometidos al régimen de supervisión de la CNMV.

Aunque esto no es algo que vaya ligado a las funciones o a la problemática, que es en lo que va a ser basada esta comparativa, la aparición a través del 137 bis.2 TRLMV de una definición legal y concisa de asesor legal es algo muy importante y necesario.

La importancia de esto reside en que la definición y por tanto la comprensión o confusión del concepto ya no proviene de los teóricos del tema en donde podía haber subjetividad al definir los mismo, ahora esta definición viene implícita en nuestras propias leyes y es un recurso fiable del que poder hacer uso cuando sea necesario. Por tanto, con la definición

en la ley, se pasa de la multitud previa de definiciones a la unificación en una sola definición legal.

Además, como se ha comentado anteriormente en el trabajo, no son pocas las figuras con las que se suelen confundir a los asesores de voto, y gracias a esta definición aunque no se podrá acabar con estas confusiones de forma total, sí que se va a poder conseguir una mayor distinción de la figura con respecto al resto debido a la tangibilidad de la definición⁶⁴. Esto se lleva a cabo principalmente gracias al matiz que la definición contiene cuando habla de <<asesorar a los inversores en el ejercicio de sus derecho de voto mediante análisis, asesoramiento o recomendaciones de voto>>.

Aunque esta concreción dentro de la definición de asesores de voto pueda disipar la mayor parte de dudas relacionadas con otras figuras similares o con funcionalidad parecida, anteriormente se ha mencionado que la figura que puede crear una mayor confusión y ser confundida con los proxy advisors serán los denominados Gatekeepers, debido a la ligera similitud de sus funciones. Sin embargo como determinó la consulta realizada por la ESMA⁶⁵, los proxy advisors siempre estaban contratados y remunerados por los inversores institucionales mientras que los gatekeepers estaban bajo el pago y contratación de los emisores, todo ello hablando en el ámbito concreto en el que se pueden confundir sus funciones y que como se explica anteriormente los proxy advisors también pueden prestar servicios a las sociedades cotizadas.

2.1. ESTABLECIMIENTO DE UN CÓDIGO DE CONDUCTA.

El artículo 137 ter. recoge la exigencia de un código de conducta. Este código de conducta de los asesores de voto deberá ser público y de manera gratuita en su página web (art.137 ter.2).

De esta manera los asesores de voto tendrán que publicar la referencia del código de conducta que apliquen, incluyendo el código deontológico en caso de hacer uso del mismo, y deberán informar sobre la forma en lo que lo han hecho (art.137 ter.1).

⁶⁴ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en <<Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas>>, en *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 48, Aranzadi, 2016.

⁶⁵ El 22 de marzo de 2012 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA en inglés), llevó a cabo una consulta pública para comparar la actividad de los proxy advisors frente a la realizada por los gatekeepers.

Asimismo, cuando los asesores de voto no apliquen un código de conducta, o cuando aun haciendo uso de uno decidan alejarse del mismo en alguna situación concreta, deberán siempre justificar de forma razonada y clara dichos acontecimientos (art. 137 ter.1).

Este matiz es clave en el artículo, ya que obliga a los asesores de voto a explicar y justificar el haber hecho excepciones a su código de conducta en una situación determinada. Sin embargo, como prácticamente toda la regulación, hay que confiar en la buena fe del asesor de voto y que dichas justificaciones puedan ser legítimas.

Esta obligación de establecimiento y publicidad de un código de conducta por parte de los asesores de votos no implica el término de ninguna problemática en concreto, sin embargo, es cierto que obliga a los asesores de voto a comprometerse a ejercer su actividad de manera legítima y conforme a la moralidad.

Este compromiso en su manera de obrar también podía ser publicitado en la época previa a la aparición de la ley, no obstante, la situación actual que obliga a los asesores de voto a establecer ese código de buena conducta y actuar conforme a la imposición legal hace que se considere más firme y posible debido a la amenaza legislativa que el incumplimiento del mismo pudiese acarrear.

A modo de ejemplo, a través de la implementación de esta medida se puede pensar que en el caso de que un inversor institucional delegue el voto en virtud de su asesor de voto en la Junta General, el asesor de voto de acuerdo con el código de conducta o deontológico bajo el que esté amparado va a actuar de forma legítima y no teniendo en cuenta sus beneficios, y de no hacerlo de acuerdo a los mencionados códigos, el apartado 2 del artículo 137 ter. obliga a justificar de manera clara y razonada esta actuación.

2.2.REFORZAMIENTO CONTRA LOS CONFLICTOS DE INTERESES

La problemática entre los asesores de voto y los conflictos de intereses era a ojos de la mayor parte de la doctrina el principal problema de la figura de los proxy advisors. Por ello, la Ley 5/2021 incorpora una serie de medidas legislativas cuyo objetivo es eliminar o minimizar al máximo posible los conflictos de intereses fruto de la actividad de los asesores de voto.

El artículo 137 quinquies. está íntegramente dedicado a los conflictos de intereses.

En el artículo se refleja la obligación que tienen los asesores de voto de determinar la existencia o potencial existencia de un conflicto de intereses, teniendo el deber de comunicar inmediatamente a sus clientes dicha situación y como podría influir en las investigaciones, recomendaciones de voto o asesoramientos en los que estén trabajando, así como establecer y transmitirles las medidas que se adoptarán para eliminar, mitigar o gestionar estas situaciones o posibles situaciones.

Como se ha comentado previamente en este trabajo, los conflictos de intereses provocados en el ejercicio de sus funciones por los proxy advisors procedían en su mayoría de dos situaciones⁶⁶:

- En primer lugar, la devenida cuando un proxy advisors ejercía cualquier tipo de trabajo entre un inversor institucional y a la vez sobre la empresa en la dicho inversor tenía capital.
- Y por otro lado en los casos en los que un proxy advisors llevaba a cabo el desempeño de sus funciones primando intereses propios y orientando su trabajo (ya sea recomendación de voto en caso de inversor o gobierno corporativo en caso de sociedad) entorno éstos y no hacia la voluntad del cliente.

Tras lo expuesto hasta ahora en lo relativo a la Ley 5/2021, el segundo de los casos de conflictos de intereses que surgiría fruto de la mala praxis del asesor, primando su beneficio antes que el del cliente, debería ser erradicado o por lo menos aminorado en gran medida gracias al establecimiento de la obligación del código deontológico y/o de conducta que los asesores deberían seguir, ya que es un conflicto de intereses que al emanar directamente de la voluntad del asesor de voto en aprovecharse de su posición en la relación negocial, también será su propia moral o ética la que le impida provocar dicha situación.

En lo que concierne al caso de los conflictos de intereses por el ejercicio simultáneo del trabajo del proxy advisors entre las dos partes, el artículo 137 ter. recoge el modus operandi para evitar la aparición de estas situaciones.

En el momento en el que el asesor de voto perciba la posible creación, o creación existente, de un conflicto de intereses, éste debe comunicar al cliente/s afectado/s de manera inmediata estableciendo un canal de comunicación efectiva con el mismo para transmitir la situación del conflicto de intereses en lo que se refiere a la parte de su

⁶⁶ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., en «Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas», en *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 48, Aranzadi, 2016, p.7.

relación negocial que se ha visto afectada o puede verse por el conflicto de intereses y las medidas que se van a tomar para prevenirlo o erradicarlo.

Además de lo ya dicho del artículo 137 quinquies, el artículo 137 quater, relativo al informe anual del que se hablará a continuación, establece en sus letras f) y g) dos contenidos imprescindibles en el informe que son dos medidas en este caso para la prevención de los conflictos de intereses:

- El apartado “F” de este artículo recoge que deberán recoger los asesores de voto en este informe anual cuál es el grado y la forma en la que mantienen relaciones con las sociedades que son objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con otras partes interesadas en la sociedad.
- Por el otro lado, el apartado “G” establece que en el ya mencionado informe deberán incluir la política que tengan los asesores de voto en materia de prevención y gestión de conflictos de intereses.

Como se puede observar la legislación abarca las posibles vías de aparición, solución y prevención del conflicto de intereses, y aunque haya parte que se deje a la moralidad de los asesores, el siempre poderoso peso de la legalidad hace de guarda en estos casos.

2.3.OBLIGACIÓN DE ESTABLECIMIENTO DE UN INFORME ANUAL

La última medida que encontramos en la legislación de los asesores de voto se encuentra en el artículo 137 quater. TRLMV, en donde se encuentra la obligación de publicar un informe anual por parte de los asesores de voto.

El objetivo de este informe es que sus clientes estén debidamente informados en lo relativo a la exactitud y fiabilidad de sus actividades. Dicho informe debe contener lo recogido en las letras A-H del artículo.

Aunque este apartado se va a focalizar en los informes estandarizados, es necesario decir que estas exigencias del informe anual servirán también para evitar que ejerzan cualquier tipo de función haciendo caso omiso a la particularidad de cada cliente.

En un primer momento se puede percibir de nuevo como la transparencia es el fuerte principal de esta legislación para los asesores de voto, buscando así una mayor seguridad para los clientes a la hora de poder conocer el trabajo que los mismo están contratando,

haciendo frente entre otras cosas a los ya previamente mencionados problemáticos informes estandarizados, los cuáles son conocidos por no atender a las particularidades de cada cliente y ser redactados en las épocas en juntas generales en las que los proxy advisors debían masificar su contratación debido a la sobrecarga de trabajo que padecían, siendo los contratados de una dudosa capacitación o especialización para el trabajo que se les requería.

Es con este tipo de empleados donde GALLEGO CORCOLES hacía uso del término de “temporeros para referirse a esta masificación en la contratación durante la temporada⁶⁷.

El legislador conecedor de esta situación lo refleja a través de la letra “C” de este artículo donde se exige que los proxy advisors deben incluir en el informe los procedimientos para el ejercicio de sus funciones así como la cualificación del personal destinado a las mismas. Con la exigencia de la cualificación de los empleados se trata de evitar el problema de la contratación masiva de personal poco o nada cualificado para la elaboración de informes. El resto de letras que contiene este artículo son herramientas claves para luchar contra este tipo de informes, ya que obligan a los asesores de voto a justificar las principales características de los métodos y modelos aplicados para el desarrollo de sus funciones o las fuentes de información que han empleado para las mismas (letras A y B).

El apartado “D” de este artículo es de vital importancia para la lucha contra un problema bastante recurrente, y es la frecuencia con la que los asesores de voto hacen uso de la generalidad y no profundizan en las particularidades de cada caso.

Para ello la letra “D” exige que en el informe anual los asesores de voto reflejen el grado y forma de consideración de las condiciones del entorno de mercado, jurídico, económico-empresarial, regulatorio y las condiciones específicas de la sociedad cotizada en cuestión.

Los asesores de voto aplican políticas de voto en mercados muy distintos, por ello la letra “E” exige que los asesores de voto incluyan cuáles han sido las principales características para la elección de las políticas de voto que han empleado en los distintos mercados.

Por último la letra “H” recoge que los asesores de voto deberán hacer público las limitaciones o condiciones que deben ser consideradas en las recomendaciones emitidas. Con esto, se trata de hacer público y conecedor tanto a potenciales clientes como a clientes, las particularidades que pueda tener cada asesor de voto en lo relativo a las

⁶⁷ GALLEGO CORCOLES, A., en <<Asesores de voto (“proxy advisors”) y.....>>, op. cit. P.122.

recomendaciones de voto en las juntas generales, ya que hay veces que éstas pueden contrastar con las políticas o el criterio de voto del propio cliente y no ser conocedor hasta un momento demasiado tardío.

Como se ha comentado previamente, las letras “F” y “G” de este artículo van destinadas a la prevención y gestión de los conflictos de intereses.

A modo de conclusión de este artículo, el punto 2 exige a los asesores de voto que este informe anual deberá ser puesto a disposición de público en las páginas webs de los asesores de voto, donde deberá permanecer disponible de forma gratuita durante un período mínimo de tres años a partir de la fecha de su publicación.

VIII.CONCLUSIONES

Queda claro como la regulación de los asesores de voto por vez primera en España es, cuanto menos, necesaria.

Como se ha podido observar, esta nueva materia legislada se incorpora a nuestro ordenamiento jurídico en forma de un articulado conformado por cuatro preceptos distintos.

Estos preceptos dan una solución o por lo menos un intento claro de aminoramiento a los principales problemas que generan la actividad de los proxy advisors.

Se ha visto como el establecimiento de una definición legal de asesor de voto ha favorecido a la unificación de la doctrina en las posibles diferencias que entre las definiciones previas a la reforma pudiesen existir, y por lo tanto un punto de apoyo para poder delimitar el concepto de asesor de voto, así como el ámbito de aplicación que este artículo 137 bis TRLMV nos otorga.

Por el otro lado, en el artículo 137 quáter TRLMV, vemos como la obligatoriedad relativa tanto a la elaboración de un informe anual es una regla que afecta a distintas problemáticas, aunque principalmente recaiga sobre los informes estandarizados .

En el artículo 137 quinquies TRLMV encontramos el artículo que más enfocado está a un problema, y hablamos de los conflictos de intereses y de cómo este artículo de una manera bastante breve establece el código de actuación que los asesores de voto deben llevar a cabo en caso de conflicto de intereses o posible amenaza del mismo.

Mediante el establecimiento de código de conducta, obligación que encontramos en el artículo 137 tercies TRLMV, se pretende que los asesores de voto creen un código de comportamiento para tratar de llevar a cabo su comportamiento de la manera más moral posible ciñéndose al mismo y en el caso de no hacerlo, justificar de manera motivada y clara el motivo.

En mi opinión, este último artículo resume bastante el articulado que se ha estudiado en este TFG.

Esta primera regulación del ordenamiento jurídico español en materia de asesores de voto, es una regulación que se basa principalmente en la confianza en el desempeño de una manera ética de las funciones y el trabajo de los asesores de voto a través de un modelo de explicación de los actos.

Desde mi punto de vista este modelo de justificación es un gran error debido a la inexistencia de un régimen sancionador a nivel nacional y europeo.

Personalmente creo que esto no debería figurar así y que se necesitaría impulsar la creación de un régimen sancionador que estableciese una serie de sanciones previstas para el incumplimiento de dichos artículos (en este caso serían el 137 ter, quáter y quinquies TRLMV, ya que el 137 bis TRLMV se limita a definir el concepto de asesor de voto), para que así el cumplimiento de los mismos fuese efectivo y no se dejase a la confianza del legislador en la ética y moralidad de los asesores de voto en el desempeño de sus funciones.

En lo que a problemas sin resolver se refiere nos encontramos con dos cuestiones abiertas: Por un lado, la problemática del robo-voting y la ausencia de responsabilidad de los asesores de voto.

Primeramente, el robo-voting es un problema fruto de la vinculación del voto del inversor institucional directamente con la propuesta del proxy advisor a través de plataformas electrónicas. Como es obvio el principal damnificado en esta situación es el inversor institucional debido a que está cediendo su derecho a voto al proxy advisors, teniendo éste un derecho a voto en materias sobre las que no corre ningún perjuicio patrimonial y además de todo ello, recibe remuneración.

En mi opinión, para evitar mayores problemas, debería optarse por prohibir la cesión del voto o similares por partes de los inversores institucionales en favor de los asesores de voto, así como en el caso del robo-voting la asignación automática por vía electrónica del voto ligándolo el sentido del mismo a la recomendación otorgada por el proxy advisor.

Esta, en mi opinión, sería la única manera en la que el legislador podría hacer algo para evitar que el problema siguiese teniendo lugar, aunque hay que tener presente en todo momento que, quitando momentos puntuales de imposibilidad de corrección del sentido del voto en el caso del voto electrónico, la decisión de ceder el derecho de voto proviene siempre del propio inversor institucional por voluntad propia.

En relación con lo anterior ha de tenerse presente la ausencia de responsabilidad patrimonial de los asesores de voto, y esto se debe principalmente a que los informes que los asesores de voto expiden no tienen carácter vinculante, por lo que el hacer caso omiso o usar las recomendaciones de estos recae sobre los inversores institucionales.

En este caso concreto parece que no habría una solución legislativa para poner fin a este problema, ya que este problema proviene exclusivamente de la voluntad del inversor institucional de seguir las recomendaciones de voto de los proxy advisors y hacer uso de los informes que éstos ponen a su disposición, teniendo importancia capital el carácter no vinculante los dichos informes por lo cual todo el peso de la decisión recae únicamente

sobre los inversores institucionales sin estar obligados a tomar ningún tipo de decisión ni establecer un determinado sentido de voto más allá de lo que ellos deseen.

El segundo problema cuya solución no parece tener cabida en la legislación es el de la concentración de mercado que sufre el sector de los asesores de voto.

Esta concentración de mercado es fruto de muchos factores, entre los que destacaríamos el duopolio del mercado entre Glass Lewis e ISS, la gran aportación económica necesaria para crear una red de asesores de voto, la necesidad de contar con prestigio para la contratación de los mismo, y por último, el efecto rebaño que provoca la concentración de los potenciales clientes en su mayoría alrededor de Glass Lewis e ISS.

En este último problema en materia de asesores de voto, creo que es muy complicado encontrar una solución legislativa ya que nos encontramos con una serie de problemas los cuales proceden en su mayoría de la voluntad de la gente en la contratación de los asesores de voto en función del prestigio con el que cuenta la compañía, por lo que habitualmente se terminan decantando por ISS o Glass Lewis, teniendo que repartirse el resto de las clientes entre otros proxys como la ya mencionada IVOX.

Todo ello unido a la realidad de que, con una menor o mayor capacidad de medios, pero las recomendaciones de voto de uno u otro proxy advisors sobre el mismo cliente van a ser idénticas, hacen de este un problema que a priori no cuenta con una solución.

A modo de conclusión final, considero que la incorporación de los asesores de voto al ordenamiento jurídico español es un grandísimo acierto ya que era más que necesaria una delimitación del concepto y una pequeña regulación de los mismos.

Sin embargo, creo también que nos encontramos ante una regulación novel y por tanto una regulación que, en un contexto de crecimiento de los asesores de voto, debería ser revisada y profundizada en un futuro próximo. Considero que el establecimiento de sanciones por el incumplimiento de alguna de las obligaciones del articulado debe ser la primera medida a adoptar, y como he comentado, en un futuro no muy lejano seguir profundizando en la regulación de los mismos tratando de disminuir al mínimo posible los problemas que pudiesen derivarse del funcionamiento de los asesores de voto.

BIBLIOGRAFÍA

-GALLEGO CORCOLES, A., *Asesores de voto (<<Proxi advisors>>) y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2014.

- GALLEGRO CÓRCOLES, A., <<Los asesores de voto (proxy advisors) en la Directiva (UE) 2017 / 828, sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y en la propuesta de Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017 en Estados Unidos >>, en *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 52, 2018.

-HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., <<Proxy advisors: funciones que desempeñan e influyen sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas>>, en *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 48, 2016.

-HERRERO MORANT, R., <<Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de sociedades de Capital>>, en *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 57, 2019.

- HERRERO MORANT, R., <<El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas a raíz de la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007 / 35 / CE (1), en *LA LEY mercantil*, n. 35, 2017.

- HERRERO MORANT, R., *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas. Caracterización y activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2019.

-HERRERO MORANT, R., <<Régimen jurídico de la política de implicación y de las estrategias de inversión tras la transposición al ordenamiento español de la Directiva (UE) 2017 / 828 (1)>>, en *Revista de Derecho de mercado de Valores*, n. 28, 2021.

-PERDICES HUETOS, A., en *Los Asesores de Voto. Evidencias y Mitos desde la Polémica de los Proxy Advisor*, en Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, Madrid, 2011.

DOCUMENTOS DE INTERÉS

- ARRARTE, R., <<Glass Lewis, nuevo proxy advisor en España>>, <https://www.diligent.com/es/glass-lewis-nuevo-proxy-advisor-en-espana/>
- 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.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J., [et al], <<Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles>> <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>,
- LARA, M., FERRÁNDIZ, L., MORANTE, C., <<Proxy Advisors, ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?>> <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>
- Página Web oficial de ISS <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>